

风物长宜放眼量

增持维持

目标价格：15 元

投资要点：

- 年产 30 万吨 PVC 募投项目进展顺利，年底产能规模将达 80 万吨；
- 暂时困难难掩长期向好趋势，煤炭、磷矿、盐矿等资源产能明年释放，未来公司盈利可期。

报告摘要：

- **募投项目将进一步增强公司规模优势，稳居行业龙头地位。** 公司为我国第二大电石法 PVC 生产企业，目前拥有年产 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 万吨的能力，其中本体法 PVC 和水合肼产量居全国首位，连续三年 PVC 产量在西南地区位居第一，川内市场占有率稳定在 40% 以上；水合肼当前开工率高达 130%，产品供不应求。

募投项目达产后，届时公司的 PVC、烧碱和水合肼的产能分别将达 80、65 和 3.5 万吨，规模优势更加明显，稳居行业龙头地位。

- **技术领先涵盖多个生产单元，低汞触媒工艺引领行业发展潮流。** 公司研发实力雄厚，拥有 50 余项先进技术，涵盖了从电石到聚氯乙烯、从烧碱到水合肼及环保水泥等多个生产单元，其中自有知识产权专利 39 项，专有技术 11 项；此外，公司率先采用低汞触媒工艺，在 PVC 行业的升级换代中引领潮流。

- **实现上游资源煤、盐、电及电石的战略控制，开启公司高成长序幕。** 为进一步提高氯碱产品的议价能力和市场竞争力，公司通过并购、联合开发、战略联盟和竞拍等方式实现对煤炭、磷矿、盐卤、电力、电石等上游资源的延伸，力求重要资源自给率达到 80% 以上。为进一步降低用电成本，不排除公司有进一步收购水电或煤矿的可能。

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。

主要经营指标	2008	2009	2010	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



相关研究

公司研究 * 天原集团：布局资源 谋求业绩拐点 * 002386 * 化工行业 * 康铁牛 * .doc

目录

一、公司概况：氯碱行业中的先行者和领导者.....	4
（一）公司股权和业务结构	4
（二）规模优势明显，创业历史悠久，行业地位突出	4
（三）募投项目进展顺利，公司规模有望再上台阶	5
二、多重优势构筑公司核心竞争力.....	6
（一）优势之一：技术优势打造公司立身之本	6
1、核心技术全面，涵盖多个生产单元.....	6
2、核心技术先进，领军国内同行业.....	8
3、率先采用低汞触媒，引领行业发展潮流.....	9
（二）优势之二：循环经济一体化优势突出，公司发展更具后劲.....	9
（三）优势之三：实施“长江战略”物流优势节约大量运输成本.....	10
三、延伸产业链，加大上游资源控制，开启公司高成长序幕.....	11
四、为增强竞争优势，公司或有继续收购水电或煤矿的可能。.....	13
五、盈利预测与估值	14
（一）关键假设：	14
（二）盈利预测与建议	15
六、风险提示	15

插图

图 1: 2010 年公司主营业务构成.....	4
图 2: 公司近年来主营收入（单位：百万）.....	5
图 3: 公司以清洁生产为核心的循环经济模式.....	10
图 4: 不同运输方式的成本比较（以发往张家港为例，单位：元/吨）.....	11
图 5: 公司及周边资源分布（红色：公司所属资源；蓝色：周边可利用资源）.....	12
图 6: 近年来煤炭价格走势（元/吨）.....	13

表格

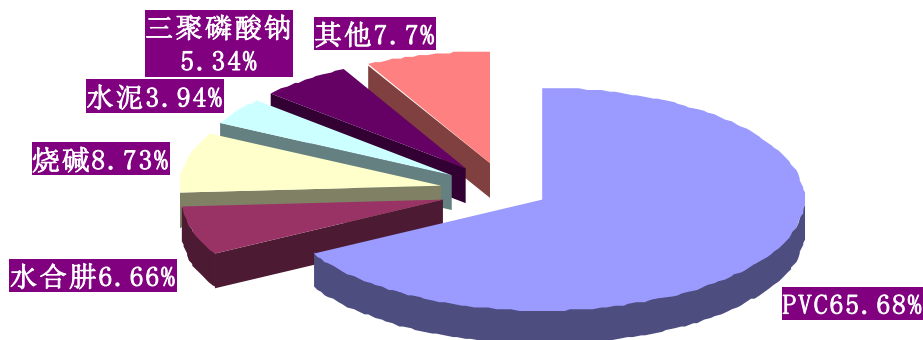
表 1: 2010 年我国主要聚氯乙烯企业产能概况.....	4
表 2: 2008 年我国烧碱产能前十位企业.....	5
表 3: 公司获得授权专利一览.....	6
表 4: 公司非专利重要技术一览.....	7
表 5: 公司在研重要项目一览.....	8
表 6: 优质白煤与焦炭质量及价格对比.....	12
表 7: 公司主要产品收入预测.....	14
表 8: 盈利预测 -----（单位：百万）..	15

一、公司概况：氯碱行业中的先行者和领导者

（一）公司股权和业务结构

宜宾天原集团股份有限公司（以下简称“天原集团”或“公司”）是在 1994 年宜宾天原化工总厂整体改制的基础上，以定向募集的方式发起成立，实际控制人为宜宾市国资委，持股比例为 17.52%。公司目前控股子公司 27 家，涉及 PVC、煤炭、磷矿、物流、电力等多个领域，主营业务包括氯碱化工、磷化工、建材三大板块，2010 年实现主营业务收入 48.6 亿元，净利润 3000 余万元。

图 1：2010 年公司主营业务构成



资料来源：宏源证券 公司公告

（二）规模优势明显，创业历史悠久，行业地位突出

天原集团是我国最早的氯碱化工企业之一，由著名爱国实业家吴蕴初先生于 1944 年创办。经过 60 多年的积累发展，公司目前为中国第二大电石法聚氯乙烯制造企业，西南最大氯碱化工企业，中国制造业企业 500 强，中国石油和化学工业百强企业。

公司拥有年产 PVC 52 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 万吨的生产能力，2008 年公司聚氯乙烯树脂产能居全国第四名、烧碱产能居全国第八名、水合肼产量继续居全国首位。其中 PVC 连续三年产量位居西南第一，市场占有率 40% 以上。

公司同时还是我国本体法 PVC 行业标准主要制订者，电石法 PVC 产业准入政策主要参与者，首批全国循环经济试点单位。

表 1：2010 年我国主要聚氯乙烯企业产能概况

排名	企业名称	产能
1	新疆天业	120
2	中泰化学	90

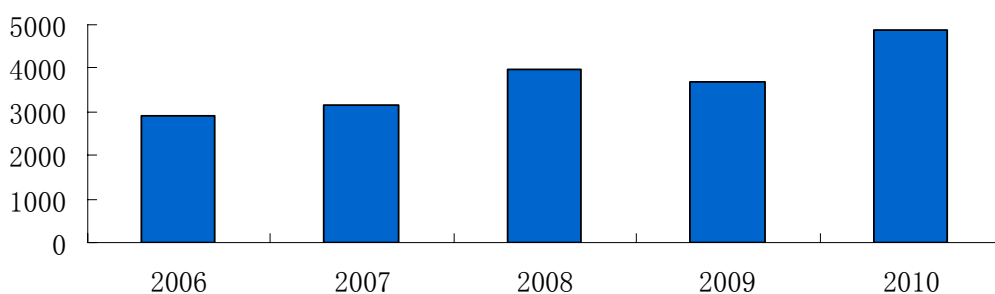
3	天津大沽化学	80
4	齐鲁石化氯碱厂	60
5	山东信发化工	60
6	山西北元化工	60
7	宜宾天原	52
8	河南恒通集团	50
9	内蒙古亿利化学	50
10	上海氯碱化工	48

资料来源：氯碱协会

表 2：2008 年我国烧碱产能前十位企业

排名	企业名称	产能
1	上海氯碱化工股份有限公司	80
2	新疆天业	72
3	天津大沽化工股份有限公司	60
4	山东恒台博汇	52
5	浙江巨化股份有限公司	48
6	泰兴新浦化学工业有限公司	46
7	山东齐鲁石化氯碱厂	42
8	宜宾天原集团股份有限公司	40
9	山东滨化集团有限公司	40
10	内蒙古亿利化学工业有限公司	40

图 2：公司近年来主营收入（单位：百万）



资料来源：宏源证券 公司公告

从主营业务收入来看，公司近几年保持了良好的发展速度，2007 年主营业务收入首次突破 30 亿大关。虽然 2008 年外部经济环境不佳，但公司主营业务收入增长之势不减，达到了 39 亿元，增长 30%。由于 2009 年各项原材料价格大幅降低，产品价格同比下降，主营业务收入相较 2008 年度将有所降低，2010 年则达到 48 亿元，随着公司产能规模的不断扩大，预计明年公司主营收入有望达 70 亿元以上。

（三）募投项目进展顺利，公司规模有望再上台阶

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年投产。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，居国内第一。

二、多重优势构筑公司核心竞争力

（一）优势之一：技术优势打造公司立身之本

1、核心技术全面，涵盖多个生产单元

公司具有很强的工艺研发实力，数十年来一直致力于将传统基础化工企业转变为技术高新化、生产清洁化、环境友好化、装置规模化、经营集约化、产品系列化、精细化和上下游一体化的创新型现代大型氯碱企业。

公司依托国家级企业技术中心和博士后科研工作站，建立了完整的技术创新体系，组建了 PVC 研究所、精细化工研究所、钠盐化工研究所、煤化工研究所、自动控制研究所、节能减排研究所、肼化工研究所等多个研究机构。

目前公司已获得授权专利 39 项，正在申请的专利 12 项，非专利核心技术 11 项，在研重要项目 4 项，涵盖了电石、聚氯乙烯、水合肼、三聚磷酸钠和水泥五大主要产品的工艺及设备等多个生产单元。其中“本体法合成聚氯乙烯新工艺”和“干式乙炔发生器”等多项发明达到了国际领先水平。

表 3：公司获得授权专利一览

序号	专利名称	类型	应用生产单元
1	制备浓缩水合肼溶液的方法	发明	水合肼
2	制备联二脲的方法	发明	水合肼
3	优化尿素法生产水合肼工艺	发明	水合肼
4	氯乙烯本体聚合冷凝液喷射回流装置	实用新型	PVC
5	本体聚合反应产物后处理器	实用新型	PVC
6	一种带过滤和冷凝回流组合装置的聚合反应釜	实用新型	PVC
7	本体聚氯乙烯三步法生产工艺	发明	PVC
8	采用电石生产过程中的弃渣制备碳化钙的方法	发明	电石
9	一种采用电石生产过程中的弃渣制备碳化钙的方法	发明	电石
10	反应澄清器	实用新型	烧碱
11	次氯酸钠高效反应器	实用新型	水合肼
12	水合肼氧化液浓缩结晶釜	实用新型	水合肼
12	电石渣水泥回转窑的窑尾密封装置	实用新型	水泥
14	乙炔、电石渣分离器	实用新型	乙炔
15	干式乙炔发生器	实用新型	乙炔
16	电石渣水泥回转窑	实用新型	水泥

17	聚合炉的炉头检测装置	实用新型	PVC
18	一种湿法磷酸净化生产食品级磷酸的萃取溶剂及其萃取方法	发明	磷酸
19	本体聚氯乙烯树脂聚合中的冷却方法	发明	PVC
20	颗粒物料自动配料装置	实用新型	电石
21	电石炉的压风装置	实用新型	电石
22	电石炉的下料装置	实用新型	电石
23	一种精确配料装置	实用新型	电石
24	粒径分级装置	实用新型	电石
25	尿素法水合肼精馏废水的处理方法	发明	水合肼
26	干式乙炔发生装置	发明	乙炔
27	一种全电石渣代替石灰石配料在机立窑上煅烧的水泥熟料及其制备方法	发明	水泥
28	尿素法水合肼含盐废水的处理方法	发明	水合肼
29	尿素法水合肼副产盐碱回收处理方法	发明	水合肼
30	一种回收酮连氮法水合肼废盐水中丙酮与氨的方法	发明	水合肼
31	酮连氮法水合肼废盐水的处理方法	发明	水合肼
32	用于制备甲酸的自净式反应器	实用新型	甲酸
33	磷酸生产设备	发明	磷酸
34	一种连续生产高浓度次氯酸钠方法及其装置	发明	水合肼
35	多头双螺杆乙炔发生器	实用新型	乙炔
36	用萃取磷酸和甲酸钠制备甲酸的方法	发明	甲酸
37	电石炉无功补偿装置	实用新型	电石
38	电石炉	实用新型	电石
39	用酸化助剂酸化甲酸钠制备甲酸的方法	发明	甲酸

资料来源：公司招股说明书 宏源证券

表 4：公司非专利重要技术一览

序号	技术名称	应用生产单元
1	本体法聚氯乙烯新工艺	PVC
2	水合肼生产新工艺	水合肼
3	燃煤降膜法生产 99% 离子膜固碱新工艺	烧碱
4	氯氢系统安全联锁控制装置	烧碱
5	70M ³ 本体法聚氯乙烯聚合釜及成套工艺的研究与开发	PVC
6	全电石渣代替石灰石制水泥生产新技术	水泥
7	烧碱生产中盐水钙法除硝新技术	烧碱
8	高浓度次氯酸钠连续生产新工艺	水合肼
9	氯乙烯生产用流化床反应器及工艺开发	PVC
10	氯乙烯单体脱水新工艺的研究应用	PVC
11	合成氯乙烯含汞废水净化处理新工艺	PVC

资料来源：公司招股说明书 宏源证券

表 5: 公司在研重要项目一览

序号	项目名称	进展情况
1	非电解制氯化氢工艺研究项目	中试阶段
2	新型 VCM 转化器研发项目	中试阶段
3	液相非汞催化合成氯乙烯单体工艺项目	小试阶段
4	乙炔羰基合成丙烯酸技术研究项目	中试阶段

资料来源: 公司招股说明书 宏源证券

2、核心技术先进，领军国内同行业

本体法聚氯乙烯新工艺，填补国内技术空白

本体法所生产的 PVC 制品透明度高、电绝缘性好、易加工，广泛用于医药片材、管件等，但同时本体法 PVC 合成工艺也具有较高的技术难度，目前国内包括本公司在内仅有两家企业掌握该工艺。

公司依靠自有研发力量，对从法国引进的本体聚氯乙烯技术进行消化吸收、技术攻关，实现了技术突破。在原有基础上，设计出了单套世界最大的 70m³ 本体法聚氯乙烯聚合釜装置，填补了国内本体法 PVC 设备依靠进口的空白；采用独特的聚合工艺配方及控制方法，达到了国际先进水平，该技术荣获四川省科技成果一等奖。同时，公司与全国塑料标准化技术委员会聚氯乙烯树脂产品分会签订“本体法聚氯乙烯树脂”行业标准制定工作协议，成为行业标准的制定者。

首家建成国内最大的电石渣制水泥环保工程

公司为解决电石渣固废堆放问题，自主研发、设计了全电石渣代替石灰石制水泥生产新技术，成功地解决了电石渣综合利用的重大技术难题，推动了氯碱行业健康可持续发展，具有重大推广价值，在国内电石渣制水泥技术领域居领先地位。

2005~2006 年公司先后投资 3.8 亿元建成并扩建了国内氯碱行业首条全电石渣制水泥生产线，目前已经形成 82 万吨/年的生产能力，在减少固体废物排放量、降低环保处理成本和排污费的同时取得了显著经济效益。

自主研发水合肼生产新工艺，技术水平国内领先

公司的水合肼生产新工艺成功地解决了 22%-25% 高浓度次氯酸钠的生产，并且自行研制了带浆循环连续蒸发提浓技术与设备，将原工艺中的废混盐进行回收。该技术实现了工艺系统的清洁化生产、副产物的回收综合利用，处于国内领先地位。该项目获得国家授权的发明专利两项，一项专有核心技术认定。

率先实现电石清洁生产，代表国内最高水平

公司与屏山天金合作研发新型电石生产技术，率先在行业内实现了清洁生产和节能减排。2004 年，国家发改委、环保总局等部门将公司电石生产技术经济指标作为制定中国电石行业准入条件的依据。

2005 年，公司在全国电石行业首家采用先进的除尘技术和自主研发的余热利用专利技术，建成了节能的粉尘全面回收的清洁生产电石基地，代表了目前国内电石行业同炉型的先进水平。

干法制乙炔，属国际领先技术

公司自主研发的干法乙炔发生技术，达到国际领先水平，具有极高的推广价值。其主要特点是节能、节水，生产能力大，设备占地面积小，乙炔收率高。该项目获得国家授权的发明专利一项，实用新型专利一项。

与传统乙炔发生技术相比，干法制乙炔工艺可降低水耗 60%，同时乙炔收率提高 2%；并且在下道电石渣制水泥工序中，由于含水量低，大大节约了能量消耗。正因为干法制乙炔技术具备如此多的优点，在 2007 年国家发改委制定的《氯碱行业准入条件》中，该技术被列为鼓励建设项目。

燃煤降膜法生产 99%固碱新工艺，打破了国外设备垄断的局面

公司自主开发的燃煤降膜连续法生产 99%固碱新工艺，不但解决了传统生产 99%固碱工艺所必需的以天然气或石油为燃料等问题，而且克服了对进口连续法膜式蒸发设备的依赖，全部采用国产化整套装置，打破了氯碱行业生产 99%离子膜烧碱一直依靠引进国外技术装置的局面，在烧碱生产领域具有创新性。

3、率先采用低汞触媒，引领行业发展潮流

在电石法 PVC 生产过程中，乙炔和氯化氢合成氯乙烯（VCM）的工序中需要使用氯化汞（ HgCl_2 ）作为催化剂。氯化汞是一种剧毒物质，受热容易蒸发、升华，遇光或暴露于空气中易分解，分解后的汞具有高扩散性和强脂溶性。受资源及环保等因素制约，全球范围内限汞已是大势所趋。

2011 年 1 月环境保护部颁布了《关于加强电石法聚氯乙烯行业汞污染防治工作的通知》，2011 年 3 月发改委公布的《2011 版产业结构调整指导目录》中，明确将高汞催化剂（氯化汞含量 6.5% 以上）和使用高汞催化剂的乙炔法聚氯乙烯生产装置列入淘汰类（截止到 2015 年）。

目前，氯碱行业提出了积极淘汰高汞触媒，适度发展低汞触媒，加快推进无汞触媒”的汞污染防治思路，明确了汞污染防治的总体规划时间表：2010~2015 年为低汞化阶段，2015~2020 年为固汞化阶段，2021~2030 年为无汞化阶段。

整体判断，汞从限制使用到削减淘汰及禁止使用是一个必然趋势。为应对这一变化，2010 年天原集团签约了由中国石油和化工联合会组织的无汞触媒产业技术创新战略联盟，公司不仅已经开始装置的中试运行，而且还开始涉足催化剂的制备等环节，在电石法聚氯乙烯的无汞化进程中走在了行业前列。

（二）优势之二：循环经济一体化优势突出，公司发展更具后劲

作为第一批国家级循环经济试点企业，公司从 2001 年开始探索走清洁生产、资源综合利用、循环经济可持续发展道路，追求投入 100 份元素的原料即产出近 100 份元素的产品，创建了集热电、电石、化工、建材为一体的节能降耗和节能环保并举的循环经济发展模式，不但完善了产业结构，节省了各种资源，而且基本实现了三废零排放。

产品结构合理，上下游配套。公司以氯碱为源头，形成了 PVC、水合肼、磷酸钠、氢气等主、副产品一体化的循环经济模式。

受限于氯碱平衡，电石法 PVC 企业在扩产或新建 PVC 装置时都要考虑烧碱的消化问题。因此，公司一直在利用自有技术大力发展耗碱产品，目前已形成了水合肼、ADC 发

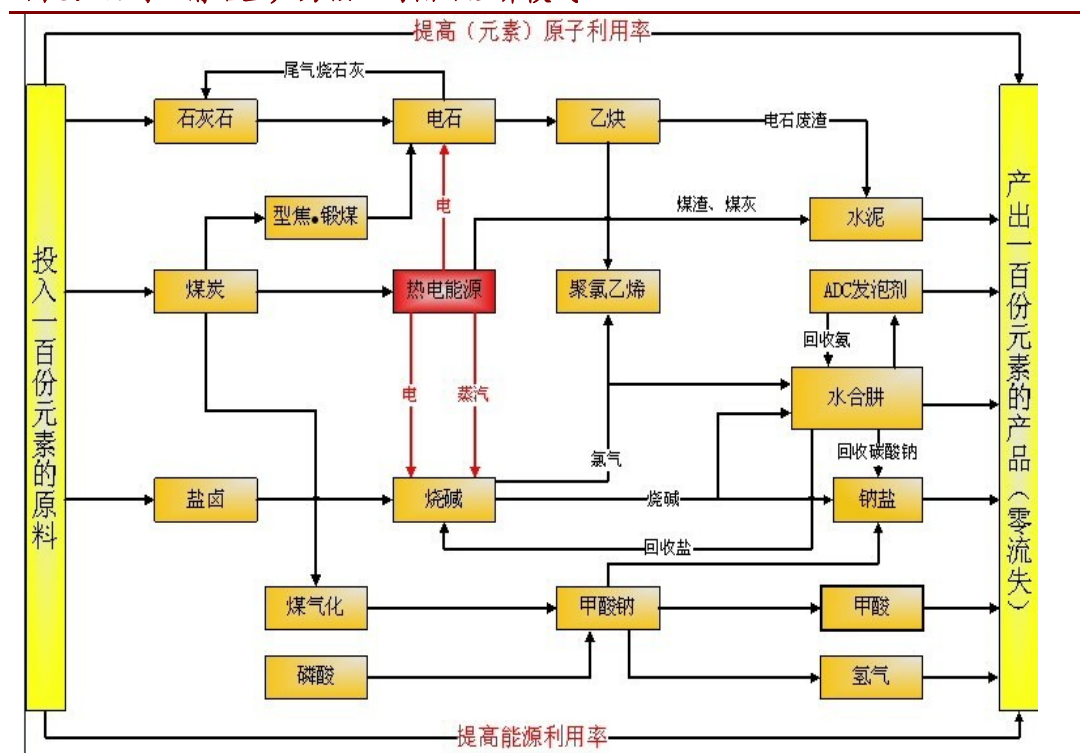
泡剂、精细磷酸盐产品三大耗碱产品系列。2009年，公司自用碱量达到12.27万吨，自用比例达31.85%，烧碱自用率在我国氯碱企业中居前列。公司高比例的烧碱自用率也为未来募投项目的顺利投产扫清了障碍。

变废为宝，用固体废弃物生产高标号环保水泥。 电石渣的处理一直是阻碍国内许多电石法PVC企业扩产的主要障碍。为突破此瓶颈，公司自主研发了全废渣旋窑制水泥装置，以电石渣、煤渣为原料，年产水泥82万吨，消化固体废弃物60多万吨，不但降低了环境治理成本，而且取得了可观的经济效益。随着公司PVC产能的扩张，水泥产能将与主业协同发展，预计2012年公司将形成202万吨/年的生产能力。

废水处理循环利用。 公司对盐水电解、乙炔发生、水合肼蒸馏塔、聚合生产系统的污水处理系统和设备冷水系统进行技术改造，实现了工艺废水的重复使用和废水的零排放，大大缓解了所在水域的生态环境压力，含酸、含碱、含盐等各种废水的有效回收利用也大大降低了产品成本，增强了公司产品的市场竞争力。

热电联产，蒸汽循环。 为了降低用电成本，公司建有自备热电联产装置，除了满足烧碱电解等工序用电外，其多余的蒸汽还被引出应用于化工生产系统，蒸汽使用后变为冷凝水，返回热电锅炉，如此循环，不但节约了水资源，而且降低了能源消耗。

图3：公司以清洁生产为核心的循环经济模式



资料来源：宏源证券

（三）优势之三：实施“长江战略”物流优势节约大量运输成本

从目前氯碱行业的发展方向看，生产企业有向资源产地和产品消费地聚集的趋势。在与西北地区具有资源优势的企业的竞争中，公司之所以能够立于不败之地，各项盈利指标处于行业上游，其具有的独特的物流及区位优势，则是不可或缺的重要因素之一。

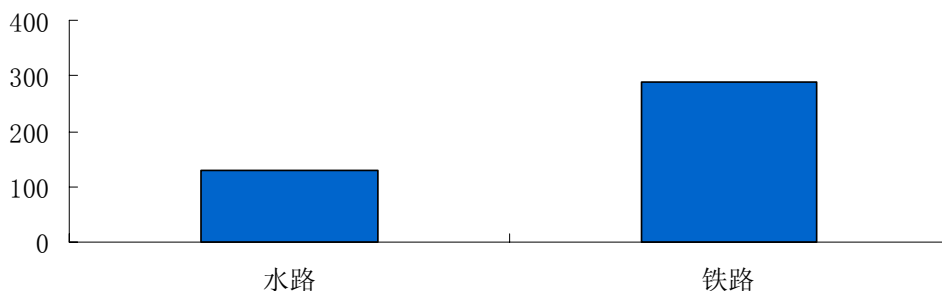
公司所在地万里长江第一城宜宾,是云贵川三省地区重要的交通枢纽、物资集散中心。公路、铁路、水路交通运输发达,保证了公司具有独特的物流及区位优势:

公路方面——公司可通过内宜高速公路连接成渝高速将产品送至成、渝两地,占领西部地区最大的两块化工原料消费市场,连续三年在该地区公司 PVC 市场占有率在 40%以上。

铁路方面——公司可通过内昆铁路、南昆铁路打通出口东南亚的通道,还可通过铁路将货物运至西北、华南、华中、华东等目标市场。铁路货运站距离公司仅数公里,且公司是该站最优先保障的宜宾本地企业之一。

水路方面——公司地处长江沿岸,可利用长江天然水运优势将产品发运至沿江及相邻区域市场,营销网络遍及华中、华东、华南等地区。尤其是子公司海丰和锐,水运优势更为明显,在厂区内即可把产品装上轮船,发往长江沿岸,可节约大量物流成本。

图 4: 不同运输方式的成本比较 (以发往张家港为例, 单位: 元/吨)



资料来源: 宏源证券

三、延伸产业链, 加大上游资源控制, 开启公司高成长序幕

烧碱和 PVC 均属大宗基础化学品, 产品同质化程度高, 成本高低便成了竞争的关键, 而影响成本的因素则主要集中在煤、电、盐、电石等方面。因此, 为了提高氯碱产品的市场竞争力, 公司将通过并购、战略联盟和竞拍等多种方式向上游产业链延伸, 力求主要原材料及能源自给自足。

煤炭: 储备丰富, 未来电石用煤可实现自给

2010 年 1 月 10 日, 公司控股子公司天力煤化与彝良县政府达成意向性协议, 收购整合当地的成熟煤矿资源, 资源储备量 10,235.00 万吨, 可开采量 4,656.60 万吨, 以优质白煤为主, 替代电石生产部分高成本的焦炭, 降低公司原料成本。

以上煤矿目前正在建设之中, 根据进度安排, 2011 年底许家院煤矿可达 30 万吨, 彝良及刘家坪煤矿明后年全部达产后, 预计届时公司可形成 80 万吨优质白煤的产能, 不但可带来直接的丰厚回报, 而且由于这些优质白煤含碳量高, 几乎各项指标都优于焦炭, 经过加工后可用于公司电石基地以代替高成本的焦炭来生产电石, 每吨可节约成本 1000 元左右; 此举不仅可以解决公司关键原料--电石生产的碳素原料长期稳定供给的问题, 而且可直接大幅度降低公司主要原料电石的成本, 是公司长远竞争力的重要支撑。

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。

表 6：优质白煤与焦炭质量及价格对比

指标名称	固定含碳量	灰分	含水量	挥发分	单价（元/吨）
优质白煤	>91%	<4.56%	<0.48%	<5.6%	800
焦炭	>84%	<14%	<1.0%	<2%	1800

电石：配套设施建设已投产，可年供电石 58 万吨

目前公司电石主要由控股子公司水富金明（设计产能 12 万吨/年电石）及周边的电石企业供应，天力煤电电石基地 21 万吨/年、天达化工电石基地 20 万吨/年、石棉天盛电石基地 5 万吨/年的产能已陆续释放，公司电石配套能力将达到 58 万吨/年，占未来需求量（按照募投项目投产后）的 40% 左右。这些电石基地的建成投产，不仅提高了原料的供应稳定性，而且将大幅度降低电石原料成本。

此外，电石的不足部分仍从周边企业采购，由于公司与这些企业保持着长期的战略合作关系，电石供应能够得到保障，且采购距离均在 100 公里以内，运费低廉。

盐：丰原盐化年底投产，自给率将达 100%

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%。

磷矿：扩产至 90 万吨

2010 年 9 月份公司以长和电力为平台，收购了马边磷矿，该矿区可采储量 4203 万吨，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。

水电：以长和电力为平台，整合当地资源

在氯碱企业中，电力在产品成本结构中一直占有较大比重，因此公司一直致力于提升自备热电联产装置能力，降低电力综合成本，巩固成本竞争优势。

目前公司发电能力合计约为 10 万千瓦，在建 10 万千瓦，远期将达到 25 万千瓦的发电能力，即便如此，仍难以满足需求。为进一步提高自备电比例，公司于 2009 年 3 季度收购了马边长和电力有限责任公司，该公司水电装机容量 1.765 万千瓦，在建装机容量 1.2 万千瓦，年发电量 9000 千瓦时；2010 年 9 月，以长和电力为平台，公司还收购了中天电力芭蕉溪水电站，该电站有 3.6 万千瓦的装机容量，年发电量 1.4 亿度；同时长和电力还拥有 110KV 输变电网 92 公里，覆盖周边约 20 万千瓦的水电发电能力，由于马边地区水电资源较为丰富，公司正以长和电力为平台，整合当地水电资源。

待此次整合完成后，预计公司可新增发电量 8 亿度，在满足黄磷的用电需求后，剩余电量还可供公司产品使用，以替代价格较高的外购电。

图 5：公司及周边资源分布（红色：公司所属资源；蓝色：周边可利用资源）



资料来源：招股说明书 宏源证券

四、为增强竞争优势，公司或继续收购水电或煤矿的可能。

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，用电成本偏高，已成为制约公司业绩的主要瓶颈。

图 6：近年来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：wind 宏源证券

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。

2010 公司在云南投资新设的美姑罗姑水电开发有限公司、昭通天泓能源有限公司即有此方面的战略考量。

五、盈利预测与估值

(一) 关键假设:

- 1.募投项目 30 万吨/年 PVC、24 万吨/烧碱及 3 万吨/年三氯乙烯今年底投产;
- 2.募投项目 2 万吨/年水合肼于 2011 年底建成投产。
- 3.根据 PVC 项目进展,预计 2011 年新增水泥产能 40 万吨,2012 新增 80 万吨。
4. 未来三年其他产品产能变化不大,公司继续享受西部大开发所得税优惠政策,税率 15%。

表 7: 公司主要产品收入预测

	2011E	2012E		2011E	2012E
PVC			80%水合肼		
销售价格(元/吨)	6400	6400	销售价格(元/吨)	17000	17000
销售量(万吨)	49	70	销售量(万吨)	2.5	3.5
销售收入(万元)	313600	448000	销售收入(万元)	42500	59500
毛利率	12%	13%	毛利率	37%	37%
烧碱			水泥		
销售价格(元/吨)	1800	1800	销售价格(元/吨)	260	260
销售量(万吨)	30	40	销售量(万吨)	120	160
销售收入(万元)	54000	72000	销售收入(万元)	31200	41600
毛利率	18%	18%	毛利率	32%	32%
煤炭			磷矿		
销售价格(元/吨)	640	640	销售价格(元/吨)	350	350
销售量(万吨)	20	50	销售量(万吨)	30	60
销售收入(万元)	12800	32000	销售收入(万元)	10500	21000
毛利率	50%	50%	毛利率	30%	30%
三氯乙烯					
销售价格(元/吨)	0	10000			
销售量(万吨)	0	3			
销售收入(万元)	0	30000			
毛利率	20%	20%			

(二) 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 8: 盈利预测 (单位: 百万)

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

六、风险提示

1. 产能过剩风险。公司主要产品为 PVC 和烧碱,近年来西北地区企业产能扩张迅速,市场已处于过度竞争状态,虽然公司有完备的销售计划,但公司的募投项目投产后,能否完全被市场消化仍存在一定的不确定性。

2. 主要产品价格波动风险。PVC 及烧碱作为公司的主导产品,对公司未来的盈利能力起着关键作用,由于这两大产品处于充分竞争状态,产品售价有可能低于预期,将会影响到公司经营业绩。

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 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@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。