

瑕不掩瑜，未来前景可期

增持维持

目标价格：15 元

投资要点：

- 公司中报业绩出现下滑
- PVC 募投项目进展顺利，年底产能规模将达 80 万吨
- 瑕不掩瑜，煤炭、磷矿、盐矿等产能明年释放，未来盈利情景确定

报告摘要：

- 中报业绩出现下滑。**报告期内，公司实现营业收入 28.12 亿元，同比增长 25.69%，归属上市公司股东净利润 6277 万元，同比下降 4.97%。但是扣除非经常损益后的归属上市公司股东净利润 3531 万元，同比下降 35.19%。每股收益 0.13 元。
- 募投项目将进一步增强公司规模优势。**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。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，规模优势明显。
- 煤炭、磷矿、盐矿等资源产能明年释放，未来公司盈利可期。**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：**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，预计公司 2011-2012 的业绩分别为 0.30 和 0.59 元，当前股价 13.17 元，维持“增持”评级，目标价位 15 元。

化工研究组

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

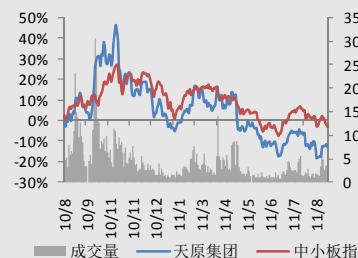
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	3048	
20101231	3042	
20100930	2457	

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《公司研究 * 天原集团：风物长宜放眼量 * 002386 * 化工行业 * 康铁牛 * .doc》，2011.7

主要经营指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万)	3985.69	3691.18	4958.04	5205.95	7652.74
净利润 (百万)	188.49	174.75	111.85	147.43	283.84
EPS	0.39	0.36	0.23	0.30	0.59

表 1: 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

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 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。