

天原集团 (002386)  
 增持/首次评级  
 股价: RMB9.95

# 整合资源、业绩拐点隐现

## ——天原集团首次覆盖

**分析师**

肖洁  
 SAC 执业证书编号:S1000511090003  
 (0755)8236 8532  
 xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

- 天原集团是国内电石法 PVC 行业龙头, 随着募投项目逐步投产, 将拥有 82 万吨 PVC、74 万吨烧碱、200 万吨水泥、3.5 万吨水合肼、3 万吨三氯乙烯的生产能力, 同新疆天业集团 (120 万吨)、中泰化学 (86 万吨 PVC)、天津大沽 (81 万吨 PVC) 分列行业产能前四位。
- 公司在电石法 PVC 领域技术优势突出, 但由于地处西南, 煤、电等资源价格远高于西部企业, 短期内技术优势被资源劣势所掩盖。未来, 公司以资源整合为体, 以氯碱产业链 (新疆) 和磷化工产业链 (云南、四川) 为两翼的发展思路将逐渐弥补公司的资源劣势。新疆天南能源成为公司在新疆整合资源和发展氯碱产业链的平台; 马边长和电力是公司整合磷矿资源和小水电的主要平台; 云南天原以上游电石、白煤为主业。我们认为, 跑马圈地的资源整合的洗牌之后, 技术实力、精细化管理突出的天原集团在氯碱行业的优势将逐渐显现。
- 氯碱行业下游需求的疲软、行业大面积的亏损将加速电石法替代乙烯法的进程, 加速产能向具备资源优势的西部转移的进程, 加速行业的淘洗和市场集中度的提高。我们认为, 只有具备资源优势、规模优势且持续扩张的企业才能够在行业洗牌中胜出, 成为行业寡头。以国内 1500 万吨 PVC 的产量, 具备资源优势的寡头各占 10% 的市场份额来测算, 长期来看公司有可能达到 150 万吨的规模。
- 2011-2012 年, 氯碱行业处于十年来最困难的时期, 地产新开工下滑, PVC 行业很难在短期内有大幅度的好转。我们预计, 2012-2013 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.56 元, 目前股价对应 2013 年 PE17.8 倍。2011Q4-2012Q1, 每股净资产缩减至 8 元左右, 对应 PB1.24 倍, 估值的安全边际较高。我们认为, 公司具备马边地区磷矿资源、新疆电煤整合预期, 资源价值将逐渐显现, 首次给予“增持”评级。
- 风险提示: 经济下滑、房地产调控持续、小非减持压力

**相关研究**

**基础数据**

总股本 (百万股)	480
流通 A 股 (百万股)	480
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,774

**最近 52 周股价走势图**



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4958.0	5710.0	6110.0	7840.0
(+/-%)	34.3	15.2	7.0	28.3
归属母公司净利润(百万元)	111.9	24.0	62.0	270.0
(+/-%)	-36.0	-78.5	158.3	335.5
EPS(元)	0.23	0.05	0.13	0.56
P/E(倍)	42.7	197.8	78.1	17.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>氯碱化工龙头</b> .....	<b>4</b>
股权结构较为分散 .....	4
技术优势突出、整合资源在即 .....	5
<b>整合资源、上下游一体化</b> .....	<b>5</b>
氯碱产业链向新疆转移 .....	5
上游收资源 .....	6
开发耗碱耗氯产品、丰富产品线 .....	6
<b>拓展磷化工产业链</b> .....	<b>7</b>
磷矿资源集中度提高 .....	7
磷矿价格处于上涨通道、资源价值凸显 .....	8
精细磷化工延伸 .....	8
<b>氯碱产业的重构和再平衡</b> .....	<b>9</b>
电石法替代乙烯法 .....	9
PVC 产能向西部转移 .....	9
PVC 行业处于历史的底部 .....	11
行业面临淘洗和集中度的提高 .....	11
<b>盈余预测和估值</b> .....	<b>13</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构及控、参股子公司 .....	4
图 2: 水合肼和三氯乙烯的毛利率水平 .....	7
图 3: 天原集团 PVC、烧碱的毛利率水平 .....	7
图 4: 2011 年全国磷矿石产量分布 .....	7
图 5: 国际油价高位运行 .....	10
图 6: 2008 年 PVC 区域产量分布 .....	10
图 7: 2011 年 PVC 区域产量分布 .....	10
图 8: 新疆、内蒙 PVC 产量大幅提高 .....	10
图 9: 2011Q4 以来, PVC 处于盈利底部 .....	11
表格 1: 子公司产能情况概览 .....	4
表格 2: PVC 和电石的成本拆分 .....	5
表格 3: 四川、新疆 PVC 比较 .....	6
表格 4: 资源整合进程 .....	6
表格 5: 电石法替代乙烯法的进程 .....	9
表格 6: 乙烯法、电石法 PVC 成本比较 .....	9
表格 7: PVC 行业供需关系 .....	11
表格 8: 1998-2001 年世界 PVC 行业的合并收购重组 .....	12
表格 9: 具备资源和规模优势的氯碱龙头 .....	13
表格 10: 公司主要产品盈余预测 .....	13

## 氯碱化工龙头

天原集团是最早的氯碱化工企业之一，是国内电石法 PVC 的龙头，随着募投项目在 2012 年逐步投产（海丰二期 30 万吨 PVC、32 万吨烧碱已于 2012 年 1 月试生产），公司将拥有 82 万吨 PVC、74 万吨烧碱、200 万吨水泥、3.5 万吨水合肼、3 万吨三氯乙烯的生产能力，同新疆天业集团（120 万吨）、中泰化学（86 万吨 PVC）、天津大沽（81 万吨 PVC）分列行业产能前四位。

表格 1：子公司产能情况概览

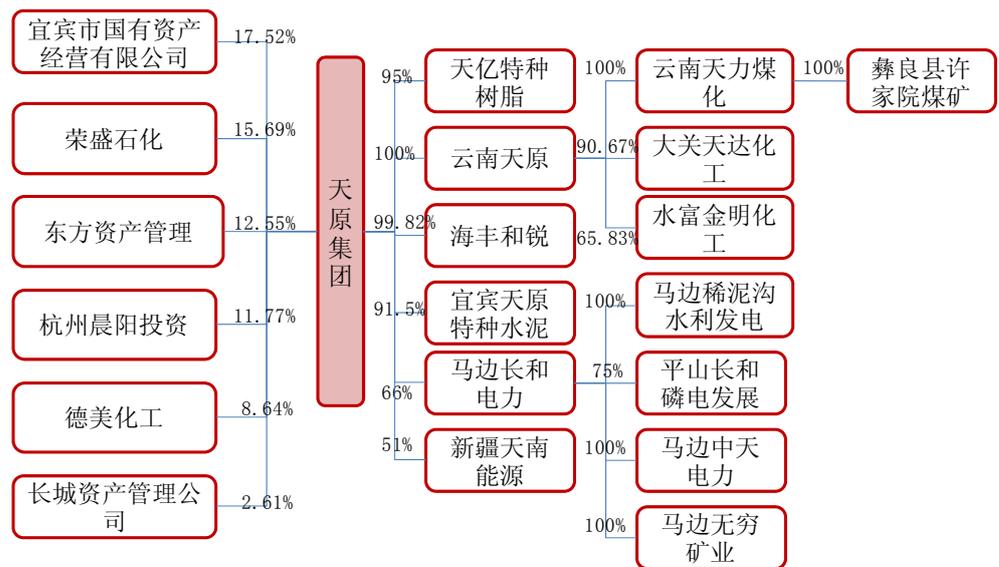
	PVC 产能 (万吨)	烧碱产能 (万吨)	水合肼 (万吨)	三氯乙烯 (万吨)	其他
天亿树脂	32	18	1.5		电的自给率 40%
海丰一期	20	15			电的自给率 85%（10 万 kw 机组）
海丰二期	30	32	2	3	电的自给率 80%
云南天原					电石总产能 58 万吨，1 亿吨白煤储量，规划 80 万吨产能
长和电力					6.6 万 kw 水电机组；4000 万吨磷矿储量，90 万吨产能；1.5 万吨黄磷产能

资料来源：公司招股说明书、公司公告、华泰联合证券研究所

## 股权结构较为分散

公司股权结构较为分散，由宜宾市国有资产经营有限公司控股，持股比例 17.52%，其他参股方均为战略投资者，股份已流通，2011 年德美化工减持 1500 万吨，占总股本的 3%。战略投资者的引入一方面制衡各方利益，使公司运营和决策更加有效、市场化，但同时也存在着减持的风险。

图 1： 公司股权结构及控、参股子公司



资料来源：公司年报、公司公告、华泰联合证券研究所

## 技术优势突出、整合资源在即

公司在电石法 PVC 领域技术优势突出。2001 年，公司率先在国内氯碱行业提出清洁生产、循环经济发展模式，利用自主研发的全废渣制水泥技术，建成全国首家全废渣悬窑制水泥环保项目，形成了集热电、化工、建材为一体的循环经济发展模式，成功解决了电石法生产工艺废渣排放问题。公司自主研发的干法乙炔生产技术，在国际上处于领先地位，耗水量仅为传统工艺的 10% 左右，符合国家节能减排政策。

公司拥有国内最大的本体法聚氯乙烯装置，建成首家国产化离子膜烧碱项目，国内首家全废渣悬窑制水泥环保项目，国内电石行业无烟囱排放和粉尘回收的清洁生产电石项目。公司的内燃式电石炉工艺和环保排放标准成为国内电石行业准入条件依据。

2008 年开始，PVC 行业的竞争逐渐转为对资源的掌控力，具备资源优势的西部一体化企业后来居上，对公司形成有力的竞争，以中泰化学、新疆天业、内蒙君正、英力特为典型代表。

公司地处西南，煤、电等资源价格远高于西部企业，短期内技术优势被资源劣势所掩盖，公司也开始了整合上游资源的动作，云南天原以上游电石、白煤为主业，马边长和电力是公司整合磷化工、小水电等资源的主要平台；新疆天南能源未来将成为公司在新疆整合资源和发展氯碱产业链的主要平台。

未来，公司氯碱产业链在新疆的发展以及磷化工产业链在四川、云南的发展将成为公司的主要成长点。我们认为，跑马圈地的资源整合的洗牌之后，技术实力、精细化管理突出的天原集团在氯碱行业的优势将逐渐显现。

## 整合资源、上下游一体化

### 氯碱产业链向新疆转移

2012 年 1 月，公司公告同新疆建设兵团合作成立新疆天南能源，公司合计持股比例 51%，我们认为，这是公司实现氯碱产业链向新疆的转移的第一步，未来整合资源、产业链上游一体化都将不断的增强公司在 PVC 行业中的竞争力。

我们按照电价 0.55 元/吨（含税）、焦炭价格 1500 元/吨（含税）测算，原料电石占 PVC 总成本的 76%，资源（焦炭、电力）成本占电石总成本的 80%。资源成本在 PVC 总成本中占比超过 50%。

表格 2：PVC 和电石的成本拆分

PVC 成本构成					电石成本构成				
项目	单耗 (吨)	单价 (元/吨)	合计 (元)	占比	项目	单耗 (吨)	单价 (元/吨)	合计 (元)	占比
电石	1.50	3153.85	4730.77	75.72%	电力	3500	0.47	1645.30	52.17%
电	500	0.47	235.04	3.76%	焦炭	0.70	1282.05	897.44	28.46%
氯气	0.70	427.35	299.15	4.79%	石灰石	0.90	85.47	76.92	2.44%
蒸汽	1.65	128.21	211.54	3.39%	电极糊	0.02	1709.40	34.19	1.08%
人工、折旧	1.00	600.00	600.00	9.60%	人工/折旧	1.00	500.00	500.00	15.85%
合计（不含税）			6076.5		合计（不含税）			3153.85	

资料来源：华泰联合证券研究所

我们比较了新疆地区和四川地区资源的价格和产品的运费，新疆地区单吨 PVC 的总成本比四川地区高 1000 元/吨左右。

**表格 3：四川、新疆 PVC 比较**

	电煤 4200-4500 大卡 (元/吨)	外购电价 (元/度)	煤电一体化的 PVC 含税成本 (元/吨)	PVC 到华东运费 (元/吨)
四川	600-700	0.5-0.6	7425	150 (水运)
新疆	80-120	0.35	6000	450

资料来源：华泰联合证券研究所

## 上游收资源

2010 年上市之后，公司加快了上游收资源的进程，白煤、小水电、磷矿，包括新疆地区的煤矿资源均有所进展。未来，收购资源的进程仍将继续，将以新疆的电煤资源和马边地区的磷矿资源为主线，实现氯碱行业的上游一体化和磷化工的双轮驱动。

**表格 4：资源整合进程**

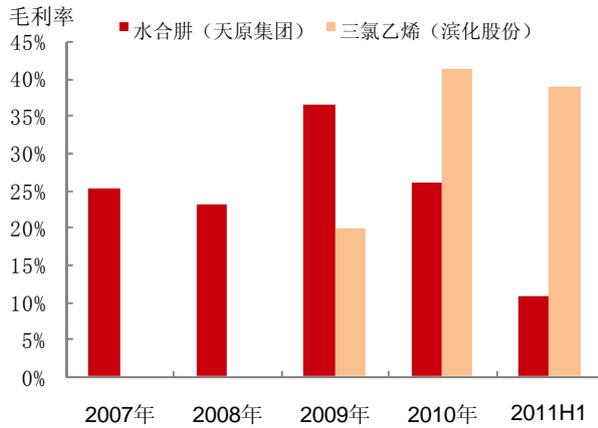
资源	标的	时间	持股比例	备注
白煤	彝良县许家院煤矿股权	2010.05	100%	白煤碳素含量超过 90%，可以替代焦炭，2011 年产量 20-30 万吨，规划 80 万吨
水电	马边中天电力股权	2010.09	100%	3.6 万 kw 机组，除满足黄磷生产，用于电石
磷矿	无穷矿业股权	2010.09	100%	4000 万吨储量，预计 2012 年底 90 万吨产能
煤矿	成立新疆天南能源子公司	2012.01	51%	后续南岗建材（少数股东）将铁厂沟和南台子的煤矿资源整合到天南能源公司

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

## 开发耗碱耗氯产品、丰富产品线

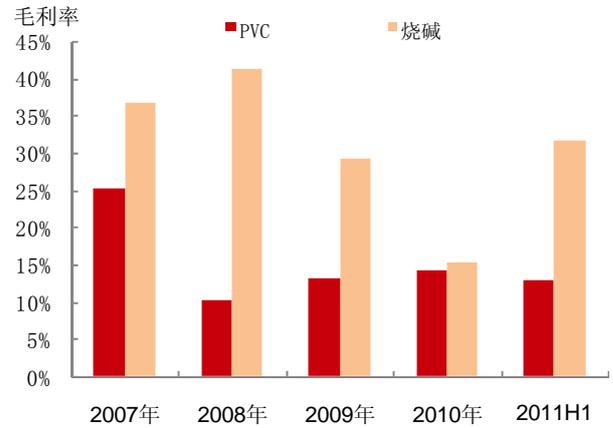
氯气和烧碱的联产，导致 PVC 和烧碱的产量存在一定比例关系。为了规避氯碱平衡的风险，公司逐渐开发多种耗碱耗氯产品，陆续建成了烧碱的下游主要产品水合肼及三聚磷酸钠，以及氯气下游产品三氯乙烯。未来，不断丰富下游产品线使得公司柔性生产和氯碱平衡能力增强。

图 2: 水合肼和三氯乙烯的毛利率水平



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

图 3: 天原集团 PVC、烧碱的毛利率水平



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

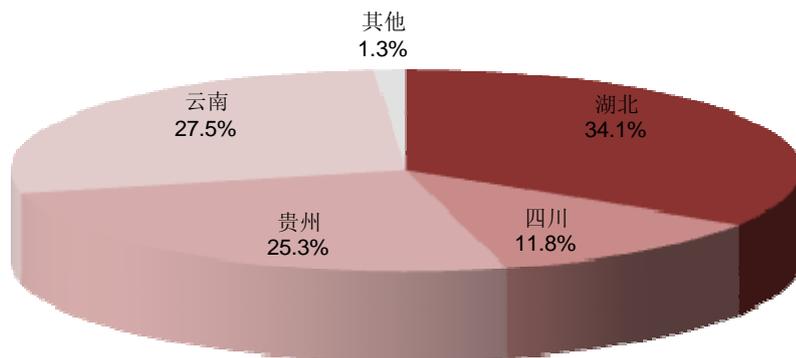
## 拓展磷化工产业链

公司于 2010 年 9 月收购了马边的无穷矿业, 资源储量超过 4000 万吨, 具备 30 万吨的开采能力, 公司于 2011 年初开始扩产, 预计 2012 年底之前达到 90 万吨的产能, 配备 50 万吨的洗选能力。云南地区原矿价格 300-400 元/吨, 洗选后价格 400-500 元/吨, 公司磷矿扩建达产之后可以贡献 3.5 亿左右的收入。

### 磷矿资源集中度提高

2011 年, 国内磷矿石总产量 8122.4 万吨 (折合 P2O5 量 30%), 湖北、云南、贵州、四川是磷矿石的主要产区。

图 4: 2011 年全国磷矿石产量分布



资料来源: 中国石油和化工经济数据快报 2011、华泰联合证券研究所

近几年, 国内矿山整合不断进行, 磷矿由 2007 年的 414 家减少到 2009 年的 339 家, 3 年减少 75 家, 减少 18%; 大型矿山由 2007 年的 10 家增加到 17 家。我们了解, 整合已经取得显著成果的云南、贵州等省内的优势企业, 对区域内的小矿山企业收购仍在持续进行, 随着区域内市场占有率的提高, 优势企业的议价能力更强。地方政府

也出台相关政策，如湖北省出台相关意见，对省内磷矿限采，并将重组和关闭产能 15 万吨/年以下磷矿企业。

云天化拥有的磷矿资源储量占云南省资源总量的 40%以上；贵州瓮福集团和开磷集团控制了贵州省内磷矿石资源的 70%左右。未来，四川省内的磷矿资源也有待进一步的集中，尤其是中小磷矿分布较多的马边、雷波地区。我们认为，公司具备继续整合磷矿资源的能力，未来可能在磷矿资源集中度提高中继续受益。

## 磷矿价格处于上涨通道、资源价值凸显

2010 年，公司收购马边无穷矿业的价格在 1 亿左右，平均单吨资源的价格在 2.5 万，目前由于磷矿石价格处于上涨通道、资源价值逐渐显现，据我们调研了解，单吨磷矿资源的挂牌交易价格已经上涨至 10-20 万。

### 磷矿开采边际成本不断增长

矿山长期开采，云南部分大型矿山已经开采超过 40 年，矿坑深度超过 100 米，矿山开采难度增加，云南当地采矿目前平均挖掘 4.5 米深土地才可开采 1 米高磷矿层，同时，残土的运输距离也大幅增长。全国大型磷矿生产企业已经开始利用浮选矿装置，开发中低品位磷矿，生产成本将有大幅提高。

### 长期资源价值体现

中国属磷矿资源丰富地区，据美国地质协会（USGS）数据显示，中国目前磷矿储量居世界第三位，但产量世界第一，国内磷矿供给充足，且过往中小磷矿数量较多。国内磷肥价格与国际接近，但国内磷矿石价格仅相当于国际价格的 50%左右，显示磷资源价值长期被低估。

中国磷矿资源丰富，但品位较低，保有磷矿资源储量 167.86 亿吨，其中 30%品位以上的富矿只占有 6.6%，富矿整体供应匮乏。据我们调研情况，国内部分原有的富矿地区，开采已经在 40 年左右，高品位磷矿资源濒临枯竭，3-5 年前常见的 30%品位以上的磷矿已经变得非常稀少，主要磷矿品位已经降至 28%-29%左右，且仍然以每年 0.5 至 1 个百分点的水平降低。

## 精细磷化工延伸

公司磷化工下游五钠和六偏的产能，未来随着磷矿资源的整合和地方政府资源就地转化的需求，我们认为公司将逐渐涉足精细磷化工领域，将磷化工产业链逐渐向下游延伸。

## 氯碱产业的重构和再平衡

氯碱行业下游需求的疲软、行业大面积的亏损将加速电石法替代乙烯法的进程，加速产能向具备资源优势的西部转移的进程，加速行业的淘洗和市场集中度的提高。我们认为，在西部地区占有资源和具备一定规模优势、持续扩张的企业有可能在这一轮行业洗牌中胜出，成为行业寡头。

### 电石法替代乙烯法

聚氯乙烯树脂属于基础化工原料，产品差异性较小，成本高低是影响企业竞争能力的主要因素。石油乙烯法的生产成本主要受石油价格影响，电石法的生产成本主要受电石成本的影响。

随着国际油价爬升，国内电石法 PVC 工艺迅速发展壮大，从 1999 年仅占国内总产能的 44% 增长到 2011 年的 85%，电石法产能翻了 20 倍。

表格 5：电石法替代乙烯法的进程

	电石法产能 (万吨)	乙烯法产能 (万吨)	进口中间体 (万吨)	合计(万吨)
1999 年	110 (44%)	60 (24%)	80 (32%)	250
2004 年	400 (61%)	92 (14%)	164 (25%)	656
2011 年	2300 (85%)	400 (15%)	-	2700

资料来源：中国石油和化工经济分析、华泰联合证券研究所

### PVC 产能向西部转移

电石法 PVC 复产烧碱的耗电量在 8000 度左右，国内电石法 PVC 的成本的高低由电价决定，由于国内各区域电煤、电的价格差异，当国际原油价格在 50-80 美元/桶的价格波动，国内电石法 PVC 开始逐渐具备成本优势。

表格 6：乙烯法、电石法 PVC 成本比较

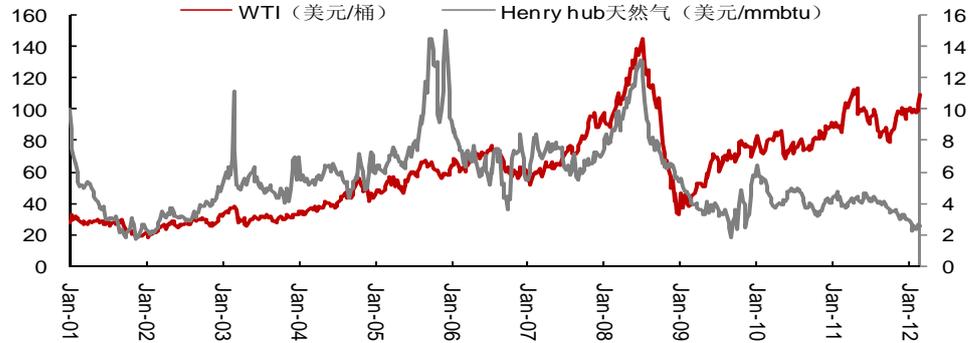
乙烯法-电石法的 成本差异(元/吨)	各地电价(元/千瓦时)				
	0.35	0.4	0.45	0.5	0.55
	6175 元/吨	6390 元/吨	6653 元/吨	6867 元/吨	7132 元/吨
50	628.09	413.09	150.09	-63.91	-328.91
原油	810.33	595.33	332.33	118.33	-146.67
价格	992.57	777.57	514.57	300.57	35.57
(美	1174.82	959.82	696.82	482.82	217.82
元/	1357.06	1142.06	879.06	665.06	400.06
桶)	1539.31	1324.31	1061.31	847.31	582.31
80	1721.55	1506.55	1243.55	1029.55	764.55

资料来源：华泰联合证券研究所

2007 年以前，国际原油价格并没有超过 70 美元/桶，国内电石法 PVC 相比乙烯法 PVC 并不具备成本优势。2008-2011 年，国内 PVC 行业经历了由东部向西部转移的过程。

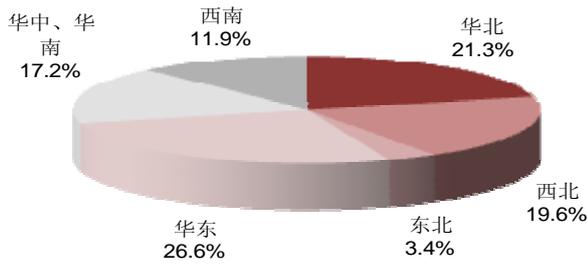
西北地区 PVC 产量占比由 2008 年的 19.6% 增长到 2011 年的 37.9%，主要源于西北地区煤价、电价成本的低廉，而国际油价持续高位则加速了这种产业转移的过程。

图 5： 国际油价高位运行



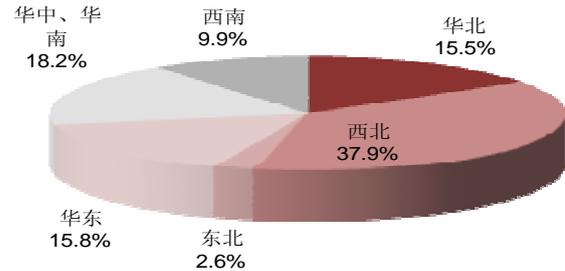
资料来源：华泰联合证券研究所

图 6： 2008 年 PVC 区域产量分布



资料来源：中国石油和化工经济数据快报、华泰联合证券研究所

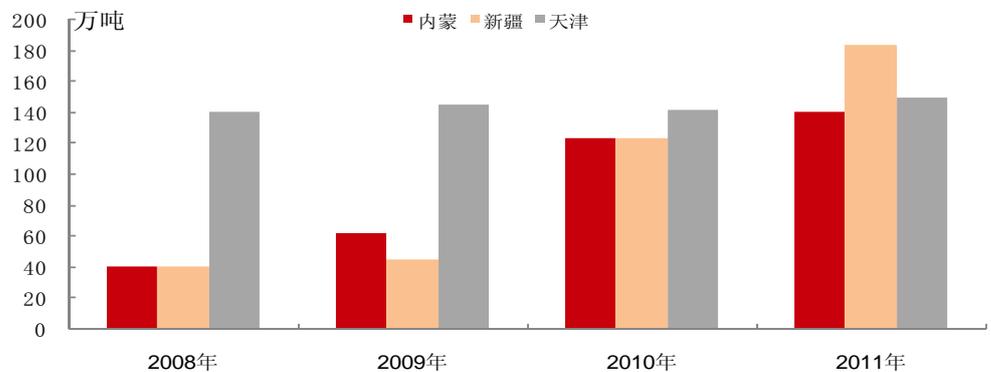
图 7： 2011 年 PVC 区域产量分布



资料来源：中国石油和化工经济数据快报、华泰联合证券研究所

在 PVC 行业产能转移的过程中，煤炭资源丰富的内蒙、新疆等地区，产量增速最为显著。未来，随着成本竞争的愈演愈烈，产能向西部转移的过程仍将继续。

图 8： 新疆、内蒙 PVC 产量大幅提高



资料来源：中国石油和化工经济数据快报、华泰联合证券研究所

## PVC 行业处于历史的底部

2011Q4 至今, PVC 行业经历着十年来的严冬。2011 年, PVC 的表观消费量总计 1351 万吨, 同比增速 7.61%, 为除了 2008 年外的历史低点, 主要由于受到房地产新开工面积增速下滑的影响。

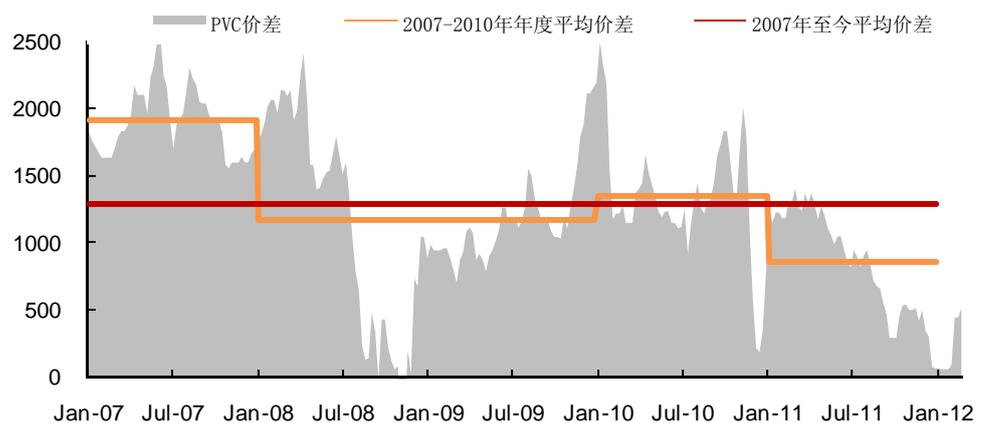
表格 7: PVC 行业供需关系

	产能	产量	开工率	进口	出口	表观消费量	表观消费增长率
2002	350	336	95.97%	225	4	557	10.82%
2003	430	405	94.07%	229	5	629	12.91%
2004	630	503	79.85%	211	4	710	12.80%
2005	910	638	70.12%	166	15	789	11.20%
2006	1200	794	66.16%	145	50	889	12.66%
2007	1520	949	62.42%	130	75	1004	12.89%
2008	1581	870	55.02%	113	63	919	-8.40%
2009	1684	907	53.83%	192	28	1071	16.50%
2010	2084	1131	54.26%	151	27	1255	17.20%
2011	2700	1264	46.81%	131	44	1351	7.61%

资料来源: 华泰联合证券研究所

2011Q4 以来, PVC 行业的盈利能力跌至历史的底部, 西部龙头企业中泰化学、内蒙君正、英力特等具备资源优势, 处于盈亏平衡的状态, 华东、西南的 PVC 企业大面积亏损。

图 9: 2011Q4 以来, PVC 处于盈利底部



资料来源: 百川资讯、华泰联合证券研究所 (PVC 价差=PVC-1.65\*电石)

## 行业面临淘洗和集中度的提高

房地产新开工的下滑和 PVC 下游需求不振, 加速了氯碱行业转移、整合、再平衡的进程。2011Q4 开始行业的大面积亏损很可能导致一批不具备资源优势和规模优势的企业逐渐退出, 行业面临淘洗和集中度的提高。

### 下游需求疲软刺激国际 PVC 行业的并购重组

80 年代，西方国家出现了二次世界范围的经济萧条，严重冲击了建筑业，因而造成了 PVC 产品的滞销、产量下降。90 年代末期，美国的 EDC/VCM 生产已高度集中、规模效益高，加上发达的化学品输送系统（特别是管道）；而西欧的能源费用高，如天然气价格比美国高 25%、电价高 65%，使得氯碱生产成本一般比美国高 40%-60%，同时西欧乙烯生产装置大多是 80 年代之前建造的，规模较小。

PVC 行业世界性供需缓和，毛利低下，使得世界格局和竞争力量发生变化，并以亚洲金融危机为契机迅速爆发，1998-2001 年间，世界聚氯乙烯业厂家以欧美为中心急速推进合并收购集约重组。美国有大型新增计划、欧洲资产相继转让。

**表格 8：1998-2001 年世界 PVC 行业的合并收购重组**

时间	地区	事件
1999	美国	Oxy 化学公司与吉昂公司的电解、VCM、PVC 合并，组建 OxyVinyls 公司。
2000	美国	佐治亚海湾公司收购了美国孔德阿维得公司的 VCM(氯乙烯单体)、PVC 和聚氯乙烯复合物业务。
2000	美国	日本信越化学公司的子公司辛特克的第 2 个工厂（30 万吨），于 12 月在路易斯安那州投产。
2001	美国	日本信越化学公司的子公司辛特克，29 万吨装置于四季度建成。
2002	美国	台塑(FPC) 的子公司(台塑美国公司)计划扩能 22.7 万吨。
1999	欧洲	比利时的索尔维与德国巴斯夫的聚氯乙烯业务合并组建的 Solvin 公司(索尔维出资 75%、巴斯夫 25%)开始运营。
1999	欧洲	Solvin 与法国阿托菲纳共同收购了壳牌化学公司在法国的聚氯乙烯业务，除 23 万吨的工厂外，还取得壳牌与阿托菲纳合资的 VCM 公司(37.5 万吨) 60% 股权。
2001	欧洲	关闭了比利时原巴斯夫聚氯乙烯工厂的电解、VCM (17 万吨)、PVC (15 万吨)。今后将比利时 Jemeppe 工厂及德、法、西班牙的各工厂集约生产，以提高竞争力。
1999	欧洲	信越化学收购壳牌和阿克苏合资的荷兰 Rovin 公司的 VCM 及 PVC 之后；2001 年初将葡萄牙 Cires 的 PVC 能力提高 5 万吨，达到 20 万吨，使其在欧洲的能力达到 60 万吨。
2000	欧洲	德国瓦克化学公司与塞拉尼斯公司合资的 Vinnolit 公司 50% 的股份卖给了国际投资公司阿本特，同时塞拉尼斯还转让了供应 Vinnolit 原料 VCM 的宾特罗公司。
1999	欧洲	德国迪高莎许尔斯公司于 12 月将氯乙烯子公司 Vestolit 转让给了美国的投资公司
2000	亚洲	韩国 L G 化学公司收购了现代石油化学公司的聚氯乙烯业务，获得了现代石化在韩国大山 VCM 及 PVC 各 20 万吨的装置，包括自身在韩国丽川的装置以及在中国天津的合资公司，合计 PVC 产能扩大至 90 万吨，跃升至亚洲第 2 位，世界第 7 位。

资料来源：现代石油化工、华泰联合证券研究所

### 行业亏损加速国内产能转移和集中度的提高

2011-2012 年，房地产新开工下滑，PVC 下游需求不振，行业开工率持续下滑，部分行业龙头的开工率也维持在 50-60%，除了西部企业外，行业大面积亏损。PVC 行业在新疆、内蒙等西部地区的迅速扩产迫使 PVC 成本中枢地不断下移，有利于东部一些不具备资源优势和规模优势的氯碱企业逐步退出。

行业淘洗、产业转移的过程或许缓慢，但我们认为，只有具备资源优势、规模优势且持续扩张产能的企业才能够在行业洗牌中胜出。以国内 1500 万吨 PVC 的产量，具备资源优势的寡头各占 10% 的市场份额来测算，公司有可能达到 150 万吨的规模。

**表格 9：具备资源和规模优势的氯碱龙头**

	PVC 产能 (万吨)	烧碱产能 (万吨)	电石 (万吨)	自备电	煤炭资源
中泰化学	86	70	38	27 万 kw	147 亿的探矿权
新疆天业集团	120	100	200	140 万 kw	新疆建设兵团支持
内蒙君正	45	32	26	30 万 kw	28 亿吨采矿权
天原集团	82	74	52	30 万 kw	新疆铁厂沟和南台子 的煤矿的待整合

资料来源：上市公司公告、华泰联合证券研究所

## 盈余预测和估值

2011-2012 年，氯碱行业处于十年来最困难的时期，同时也是行业淘汰落后产能、逐步走向集中的重要时期。由于地产新开工的下滑，2012 年 PVC 行业很难有大幅度的好转。

2012-2013 年，公司的成长性主要来源于海丰和锐二期的 PVC、烧碱、水合肼、三氯乙烯将逐渐投产，以及无穷矿业磷矿的扩产。我们预计，2012-2013 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.56 元，目前股价对应 2013 年 PE17.8 倍。2011Q4-2012Q1，公司约亏损 1.35-1.4 亿，每股净资产缩减至 8 元左右，目前股价对应 PB1.24 倍，估值的安全边际较高。

我们认为，公司具备马边地区磷矿资源，以及新疆地区电煤（铁厂沟和南台子）整合的预期，资源价值将逐渐显现，首次给予“增持”评级。未来，关注公司 PVC 上游一体化的进程，以及磷化工产业链的延伸进程。

**表格 10：公司主要产品盈余预测**

名称	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>pvc</b>						
收入（百万元）	2,489.00	2,411.20	3,257.00	3,380.00	4,030.00	5,330.00
产量（万吨）	38.00	44.00	50.50	52.00	65.00	82.00
价格（元/吨）	6,550.00	5,480.00	6,450.00	6,500.00	6,200.00	6,500.00
毛利率（%）	14.54%	14.06%	15.46%	10.17%	10.71%	16.07%
单位成本（元/吨）	5,718.42	4,804.55	5,586.57	5,900.00	5,600.00	5,600.00
成本（百万元）	2,173.00	2,114.00	2,821.00	3,068.00	3,640.00	4,592.00
<b>烧碱</b>						
收入（百万元）	413.01	403.78	432.90	512.00	600.00	700.00
产量（万吨）	19.50	26.00	31.83	32.00	40.00	50.00
价格（元/吨）	2,118.00	1,553.00	1,360.00	1,600.00	1,500.00	1,400.00
毛利率（%）	41.38%	29.10%	15.44%	31.25%	26.67%	21.43%

单位成本 (元/吨)	1,241.54	1,101.15	1,150.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00
成本 (百万元)	242.10	286.30	366.06	352.00	440.00	550.00
<b>水合肼</b>						
收入 (百万元)	317.68	330.40	330.20	375.00	450.00	525.00
产量 (万吨)	1.80	2.00	2.00	2.50	3.00	3.50
价格 (元/吨)	17,649.00	16,520.00	16,510.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00
毛利率 (%)	22.28%	35.56%	25.89%	13.33%	13.33%	16.67%
单位成本 (元/吨)	13,716.67	10,645.00	12,235.00	13000.00	13000.00	12500.00
成本 (百万元)	246.90	212.90	244.70	325.00	390.00	437.50
<b>磷矿石</b>						
收入 (百万元)				87.50	280.00	425.00
产量 (万吨)				25.00	70.00	100.00
价格 (元/吨)				350.00	400.00	425.00
毛利率 (%)				42.86%	50.00%	49.41%
单位成本 (元/吨)				200.00	200.00	215.00
成本 (百万元)				50.00	140.00	215.00
<b>三聚磷酸钠</b>						
收入 (百万元)	452.88	216.87	282.75	360.00	360.00	360.00
产量 (万吨)	7.60	5.50	6.50	8.00	8.00	8.00
价格 (元/吨)	5,959.00	3,943.00	4,350.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
毛利率 (%)	15.10%	0.91%	0.97%	1.00%	2.50%	3.00%
成本 (百万元)	384.50	214.90	280.00	356.40	351.00	349.20
<b>水泥</b>						
收入 (百万元)	206.54	205.84	195.00	195.00	240.00	300.00
产量 (万吨)	66.20	75.40	65.00	65.00	80.00	100.00
价格 (元/吨)	312.00	273.00	300.00	300.00	300.00	300.00
毛利率 (%)	46.11%	40.05%	31.79%	23.33%	16.67%	16.67%
成本 (百万元)	111.30	123.40	133.00	149.50	200.00	250.00
单位成本 (元/吨)	168.13	163.66	204.62	230.00	250.00	250.00

资料来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

经济下滑、房地产调控持续、小非减持压力

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	3212	2275	2450	2913	<b>营业收入</b>	4958	5710	6110	7840
现金	1711	500	500	500	营业成本	4204	4981	5289	6564
应收账款	64	120	124	151	营业税金及附加	27	34	36	46
其他应收款	87	245	181	200	营业费用	160	171	183	235
预付账款	361	422	517	649	管理费用	356	343	367	470
存货	657	580	646	809	财务费用	113	187	201	215
其他流动资产	333	409	482	604	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6973	6886	7316	7653	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	102	81	71	81	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	4838	5454	6179	6654	<b>营业利润</b>	101	-7	34	310
无形资产	677	670	661	651	营业外收入	52	48	53	53
其他非流动资产	1356	681	406	267	营业外支出	2	9	6	4
<b>资产总计</b>	10185	9161	9766	10566	<b>利润总额</b>	151	32	82	358
<b>流动负债</b>	4025	3151	3686	4180	所得税	22	4	12	53
短期借款	1846	1217	1478	1684	净利润	129	27	70	305
应付账款	884	868	979	1162	少数股东损益	17	3	8	36
其他流动负债	1294	1066	1229	1334	归属母公司净利	112	24	62	270
<b>非流动负债</b>	1745	1616	1616	1616	EBITDA	570	651	809	1204
长期借款	1616	1616	1616	1616	EPS (元)	0.23	0.05	0.13	0.56
其他非流动负	130	0	0	0					
<b>负债合计</b>	5770	4766	5302	5796	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	482	485	493	529	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	480	480	480	480	<b>成长能力</b>				
资本公积	2064	2064	2064	2064	营业收入	34.3%	15.2%	7.0%	28.3%
留存收益	1389	1365	1427	1696	营业利润	-42.3%	-106.8	400.1	807.1
归属母公司股	3933	3909	3971	4241	归属母公司净利	-36.0%	-78.3%	153.3	338.0
<b>负债和股东权</b>	10185	9161	9766	10566	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	15.2%	12.8%	13.4%	16.3%
					净利率(%)	2.3%	0.4%	1.0%	3.4%
					ROE(%)	2.8%	0.6%	1.6%	6.4%
					ROIC(%)	2.7%	2.3%	2.8%	5.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	56.7%	52.0%	54.3%	54.9%
					净负债比率(%)	69.66	64.39	63.23	61.74
					流动比率	0.80	0.72	0.66	0.70
					速动比率	0.63	0.54	0.49	0.50
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.59	0.65	0.77
					应收账款周转率	63	51	41	47
					应付账款周转率	5.97	5.69	5.73	6.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.23	0.05	0.13	0.56
					每股经营现金流	0.45	0.83	1.92	2.09
					每股净资产(最	8.20	8.15	8.28	8.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	42.98	197.78	78.08	17.83
					P/B	1.22	1.23	1.21	1.13
					EV/EBITDA	13	11	9	6

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。