

2010-10-12

化工

短期看节能减排 中期看资源属性下的成本差异

◇ 报告起因：国际政治经济发生重大变化下的行业跟踪研究

◇ 潜在催化因素：节能减排力度加强，氯碱价格走高

◆ 全球定量放松下大宗品走强是一个大概率事件，在中长期内为氯碱行业提供了难得的外部环境

目前全球范围内经济形势在明显地朝着货币扩张的方向发展，农产品全线的大幅上涨以及黄金有色金属的持续上涨为此提供了一个佐证。在这种情况下，原油价格可能将和我们之前的预期（经济复苏而不是扩张期下其价格难以根本走强）发生背离。而全球范围内通过货币扩张来刺激经济，将明显地从需求和货币两个方面来拉动原油等大宗品走强。而美国通过美元的贬值，其承受高价原油的能力得到了大幅提升，政治形势上也明显地有利于原油美元价格的走强。

◆ PVC 短期 2-3 个月将走出反季节的上涨行情

氯碱企业作为“两高一低”行业，且是耗电大户，自然在被限之列，而减产带来的直接市场变化就是价格上涨。在乙烯价格上涨、运输以及下游库存偏低情况下因素下，我们认为未来 2-3 个月内氯碱价格将走出反季节行情而持续走强。

◆ 一体化电石法 PVC 企业将持续获得超额收益

我们认为目前乙烯法企业中主流的进口氯乙烯单体的企业已经丧失了竞争优势，而直接采购乙烯资源的 PVC 企业与外来电石的企业则平分秋色，均只能获得较低的收益率。我们判断，只有一体化电石法 PVC 企业将在全球范围内持续获得超额收益。

◆ 更长一些的投资理由：中国的电石法 PVC 只占全球需求的 27%，未来油价高企下出口将消除产能过剩

目前虽然中国国内的 PVC 严重过剩，但是全部的中国 PVC 的产能也仅仅占全球的 35%。而电石法企业仅仅占全球的 30%。考虑原油的长期走高趋势，在成本的比较优势下未来 PVC 的出口增加是必然的。长期看来，产能过剩问题也就不再存在。

◆ 投资建议：目前选择具有资源属性的一体化企业，其他标的可以等待行业趋势性机会

成本优势特别是电力优势将成为未来氯碱行业的核心竞争力，我们看好具有成本优势的一体化氯碱企业。目前看来，中泰化学、湖北宜化、天原集团等有望成为其中最大的受益者。目前选择上述标的风险不大，如果出现上面所说的长期因素的向好变化，那么这些将会出现对电石法氯碱企业趋势性的投资机会。当然，上述的龙头企业也会出现进一步的上涨机会。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
000422	湖北宜化	20.97	0.44	1.1	1.7	买入
002092	中泰化学	15.92	0.09	0.18	0.86	买入
002386	天原集团	19.39	0.36	0.32	1.03	买入

维持

买入

分析师：

张力扬(执业证书编号：S0930209060206)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

程磊(执业证书编号：S0930209070211)

021-22169165 chenglei@ebsecn.com

联系人：

孙琦祥 sunqx@ebsecn.com

021-22169163

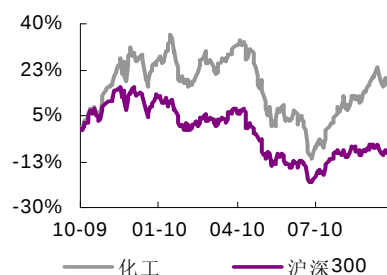
名称	价格	涨跌幅%
PVC	8250 元	13.01%
电石	3500 元	22.25%

涨跌幅取年初到现在的价格区间计算

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

1、全球定量放松下大宗品走强是一个大概率事件，为氯碱行业提供了难得的外部环境

目前全球范围内经济形势在明显地朝着货币扩张的方向发展，农产品全线的大幅上涨以及黄金有色金属的持续上涨为此提供了一个佐证。在这种情况下，原油价格可能将和我们之前的预期（经济复苏而不是扩张期下其价格难以根本走强）发生背离。而全球范围内通过货币扩张来刺激经济，将明显地从需求和货币两个方面来拉动原油等大宗品走强。而美国通过美元的贬值，其承受高价原油的能力得到了大幅提升，政治形势上也明显地有利于原油美元价格的走强。在美国强大的军事政治实力下，未来美元走弱是必然的，在给石油为代表的大宗品走强提供了坚实的基础。（详细的分析参见我们宏观分析师潘向东的系列报告）。这给中国的氯碱工业提供了难得外部环境（其一货币政策刺激下经济高于预期，从而带动需求；另外原油走高带动全球乙烯法氯碱企业的成本推动型的涨价）。

2、PVC 短期 2-3 个月将走出反季节规律而上涨

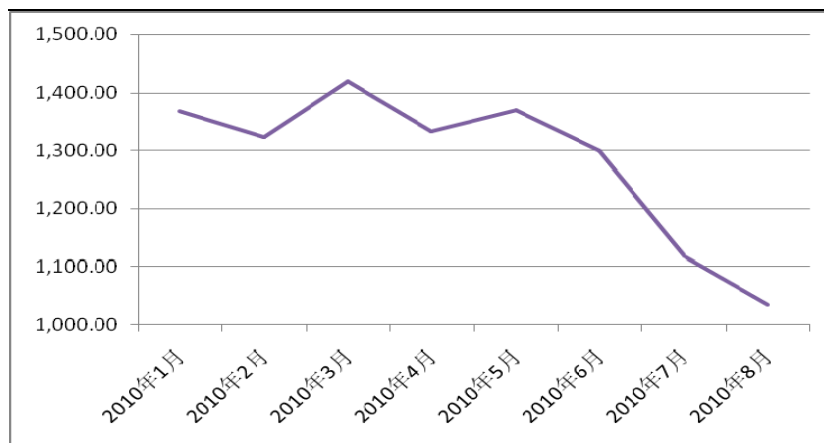
在下游需求稳步增长，而产能过剩局面在节能减排政策下的得到明显改善。氯碱企业作为“两高一低”行业，且是耗电大户，自然在被限之列，而减产带来的直接市场变化就是价格上涨。我们认为未来 2-3 个月内氯碱价格将走出反季节周期而持续走强。

2.1 电石量减价升引起的成本驱动是最大的上行原因

为完成“十一五”节能目标，节能减排之风来势汹汹，在钢铁、水泥等传统高耗能企业已造成明显影响。而在三季度开始化工行业中蔓延，对氯碱产业链的影响也越来越明显。

作为电石最大的产地宁夏和内蒙古在此次节能减排的调整中均遭到严重的限制。根据市场了解，宁夏地区由于前期减排任务达标存在差距，因此导致原则上除了配套的电石炉以外，其他所有电石炉全部停产。其中宁夏中卫和吴忠地区批量电石厂被告知拉闸限电，均已停车，大约覆盖 100 万吨电石产能，而内蒙和华东部分省份也遭遇到限电措施，总体受影响的产能大约占到电石总产能的 10-20% 左右，其中大部分企业的限电将维持在 12 月 31 日。

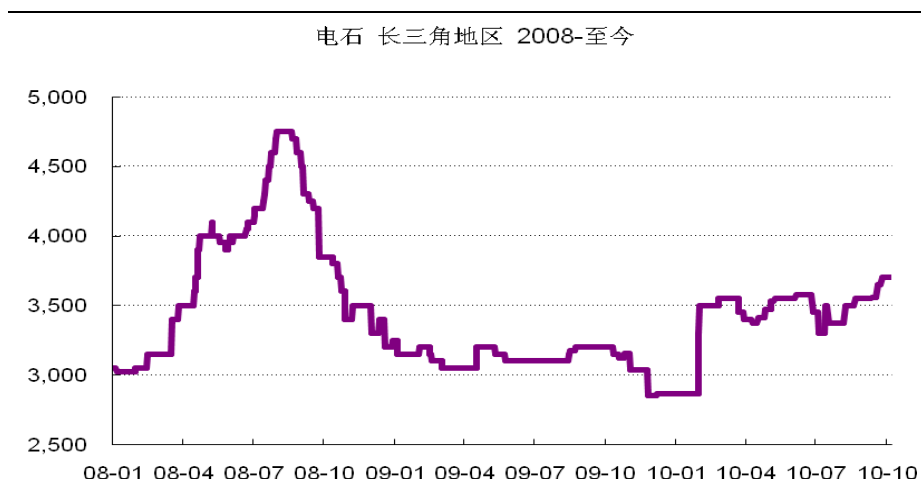
图表 1：节能减排导致电石产量大减（千吨）



资料来源：CEIC，光大证券研究所

节能减排的影响下，不少不具有一体化优势的电石企业被迫进入停产或者减产。而由此带来的就是电石价格的一路上涨。目前长三角电石价格在1-2月内已经迅猛上涨达到3500元/吨左右了。

图表 2：长三角电石价格走势（2008-至今）



资料来源：光大证券研究所

而根据电石和 PVC 目前上涨的过程分析看，我们发现外采电石的 PVC 企业在涨价过程中属于被迫跟涨，并且后期仍将持有非常迫切的提价意向。

图表 3：外采电石的电石法 PVC 企业成本一览

	单耗	单价	成本
电石	1.45	3500	5075
30%盐酸 吨	0.8	450	360
电力 (KWH)	500	0.55	275
蒸汽 吨	1.65	50	82.5

冷却水 立方米	20	1	20
包装物 条	40	1.75	70
塑料袋 条	40	1.5	60
化学助剂	100	1	100
设备折旧及人工管理费用	300	1	300
未完税成本			6342.5
完税成本			7420.725
最新出厂价格			8000
毛利			579
毛利率			7.81%

资料来源：光大证券研究所

由于毛利率较薄，因此外采购电石的 PVC 企业只能通过囤积前期低价库存电石并以相对高价的 PVC 价格出售的方式赚取原料涨价中的利润。而在这种情况下，其推高 PVC 后期价格的冲动相当强。

经过我们在各地的了解，虽然目前部分区域摆脱了原来的一刀切的限电政策，但由于“十一五”指标完成仍存在压力，并且不少电石企业限定停产或者减产的时间截止今年的年底，因此我们认为在短期内节能减排的政策不会松懈。

2.2 乙烯及氯乙烯单体 (VCM) 上涨同样促使乙烯法 PVC 成本大增

由于原油价格的走高，乙烯和氯乙烯单体价格近期也开始高企，其中乙烯价格从 8 月份的 CFR 900 美元/吨左右上涨至 CFR 1150 美元/吨；而同样氯乙烯单体 9 月份的成交价格也达到了 CFR 810 美元/吨，较 8 月份走高了 50 美元/吨。

外采聚氯乙烯单体的乙烯法企业成本一览：

图表 4：外采聚乙烯单体的乙烯法企业成本一览

PVC 单耗	单耗	单价	成本
氯乙烯单体 (VCM) 吨	1.025	5900	6047.5
电力 KWH	430	0.45	193.5
包装物 条	40	1.75	70
塑料袋 条	40	1.5	60
蒸汽 吨	1.3	50	65
循环水 吨	180	0.55	99
设备折旧及管理费用等 元	600	1	600
		总成本	7135
		完税成本	8347.95

最新价格	8500
毛利润	152.05
毛利率	1.82%

资料来源：光大证券研究所

因此目前乙烯法企业中，除了乙烯一体化企业外（目前国内仅有齐鲁石化）。其余乙烯法制 PVC 工艺在目前市场上下游价格环境中是处于盈亏平衡点上。并且由于氯乙烯单体的全球涨价，10 月份中国地区的到岸价格将上涨至 CFR 850 美元/吨，即相当于 5900 元，较 9 月上涨约 300 元/吨。在此成本推动下，我们判断外购氯乙烯单体的 PVC 生产企业未来将有相当大的压力去推高 PVC 的出厂价格。

2.3、运输瓶颈和下游备货较少也是推动未来 PVC 市场价格的因素：

2.3.1 亚运会临近华南运输限制，西北地区运煤高峰临近，铁路车皮运输情况有待观望

图表 5：华南地区是国内需求缺口最大的区域

地区	产能 (%)	需求 (%)
华北地区	28.7	14
东北地区	2.6	3
西北地区	13.8	3
华中地区	11.1	5
华东地区	28.3	43
华南地区	4.4	29
西南地区	11.1	4
合计	100	100

资料来源：光大证券研究所

由于 11 月 12 日的亚运会运输限制的影响，并且华南地区本身为最大的 PVC 输入区域，因此预计 11 月份局部供应将出现量紧价扬的阶段。

2.3.2 下游工厂原料库存备货依然偏低

由于此前 2009-2010 年 PVC 市场价格均处于低位横盘盘整，供需相对稳定。而这一轮 PVC 及相关电石价格的上涨使得下游工厂普遍备货有所谨慎，加之中秋、国庆两大长假的影响，目前 PVC 下游企业工厂原料库存备货偏低，预期后期采购量将有所释放。

综上所述，我们认为 PVC 价格在短期 2-3 月内氯碱价格将走出反季节周期的行情并持续走强。

3、一体化电石法 PVC 企业将持续获得超额收益

乙烯法和电石法的成本分析——乙烯电石价格比在 2.3 以上时电石法具有成本优势

由于乙烯法和电石法企业中存在多种不同的采购渠道，且成本也不一致。因此我们认为根据不同企业类型，用乙烯电石价格比或者 VCM 电石价格比更能直观的准确的反应出两种工艺的成本竞争情况。

成本分析

电石法成本构成主要由电石、盐酸和电力费等构成（后面会详细涉及），其中生产 1 吨 PVC 了 DVK 消耗电石 1.45 吨，消耗 30% 盐酸约 0.8 吨，每吨耗电量约 500kw·h，另有其它项目开支，如包装费、引发剂、分散剂、水费、管理人员费用等。

而乙烯法 PVC 由于企业可以自行选择采购乙烯、VCM 或者 EDC，所以导致其成本较难准确测定。具体国内最大规模一类的乙烯法 PVC 的主要公司状况如下：

图表 6：国内乙烯法 PVC 规模居首的企业一览

公司名称	PVC 产能（万吨/年）	原料渠道
中国石化齐鲁股份有限公司	60	自产乙烯
天津大沽化工股份有限公司	46	进口乙烯和 EDC
天津乐金大沽化学有限公司	40	国内定点采购 VCM
台塑工业（宁波）有限公司	40	进口 VCM
上海氯碱化工股份有限公司	37	国内定点采购乙烯
韩华石化（宁波）	30	进口乙烯
东曹（广州）化工有限公司	25	进口 VCM
无锡格林艾普化工股份有限公司	18	进口 VCM
苏州华苏塑料有限公司	13	进口 VCM

资料来源：光大证券研究所

国内目前乙烯法 PVC 企业实现一体化供应的仅有中石化齐鲁石化，其余多数企业都是通过进口或者国内采购的方式来获取原料，其中进口 VCM 和进口乙烯这两种方式为主。接下去我们以这两种方式分别和电石法 PVC 成本进行对比。

由于电力、蒸汽、水、包装袋、人工费用等相对比较固定，因此我们直接按照现值算出并列出如下公式：

PVC（外采乙烯）生产成本=0.475*乙烯+0.6*液氯+1169 元/吨

PVC（外采 VCM）生产成本=1.025*VCM+1087 元/吨

PVC（外采电石）生产成本=1.45*电石+867 元/吨

考虑到电石法企业往往离目标需求市场较远，因此电石法 PVC 的出厂价格往往比乙烯法低出约 200-300 元/吨左右，因此我们大约可以得到如下公式：当

电石：乙烯：VCM= 1: 2.3: 1.4

时，电石法 PVC 和乙烯 PVC（包括外采乙烯或者外采 VCM）将在成本上保持大体的一致。因此，原材料采购中，当乙烯或者 VCM 的价格大于电石价格的 2.3 倍或者 1.4 倍时，则乙烯法相对于电石法就将失去成本优势，反之则乙烯法更有优势。

乙烯法及电石法成本对比分析

目前最新电石出厂价格为 3500 元/吨，乙烯价格为 CFR 1150 美元/吨（相当于约 8000 元/吨），而氯乙烯单体 (VCM) 价格为 CFR 850-865 美元/吨（相当于 5900 元/吨），因此可以算的：

乙烯：电石——2.28 氯乙烯单体：电石——1.61

其中外采氯乙烯单体企业生产含税成本为 8347 元/吨左右，而直接外采乙烯或者电石的企业生产成本则均在 7420 元/吨左右。

因此目前乙烯法企业中通过进口氯乙烯单体的企业已经丧失了成本竞争优势，而直接采购乙烯资源的 PVC 企业与外采电石的企业则平分秋色，但也均只能获得较低的收益率。在资源价格上涨的过程中，这两类企业均需要通过不断提价来保证其稳定的利润，因此也不具备获得超额利润的能力。

一体化电石法企业将持续获得超额利润

图表 7：一体化电石法企业成本一览

	单耗	价格	成本	百分比
兰炭	0.9425	1000	942.5	18.14%
白灰	1.305	250	326.25	6.28%
电极糊	0.058	2200	127.6	2.46%
电力	5575	0.45	2508.75	48.27%
盐酸	0.8	450	360	6.93%
蒸汽	1.65	50	82.5	1.59%
水	20	1	20	0.38%
化学助剂	100	1	100	1.92%
包装物	40	1.75	70	1.35%
塑料袋	40	1.5	60	1.15%
设备折旧	600	1	600	11.54%
总成本			5197.6	100%

完税后成本			6081.19	
最新市场价格			7800	
毛利润			1718.81	
毛利率			28.26%	

资料来源：光大证券研究所

由于一体化电石法企业多在西北等偏僻地区，因此我们以 7800 元/吨作为出厂价格。即使按照如此，电石法一体化企业毛利率依然可以达到 28.26% 左右的毛利率。并且可以预见的是，随着未来资源价格的走高，其利润将继续扩大。

4、更长一些的投资理由：中国的电石法 PVC 只占全球需求的 27%，未来油价高企下出口将消除产能过剩

目前虽然中国国内的 PVC 严重过剩，但是全部的中国 PVC 的产能也仅仅占全球的 35%。而电石法企业仅仅占全球的 27%。考虑原油的长期走高趋势，在成本的比较优势下未来 PVC 的出口增加是必然的。长期看来，产能过剩问题也就不再存在。

图表 8：中国产能约占全球产能的 1/3

绝对数量 (万吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
亚洲	1529	1751	2003	2147	2392	2570
中国	699	923	1099	1208	1479	1633
亚洲其它	829	840	877	886	913	937
欧洲	887	896	904	909	920	918
北美洲	823	817	820	818	834	801
中东	95	91	80	80	83	139
拉丁美洲	138	139	148	151	152	154
大洋洲	13	13	13	13	13	13
非洲	40	45	45	45	49	65
合计	3525	3751	4012	4162	4442	4660
百分比 (%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
亚洲	43	47	50	52	54	55
中国	20	24	28	30	33	35
亚洲其它	24	22	22	21	21	20
欧洲	25	24	23	22	21	20
北美洲	23	22	20	20	19	17
中东	3	2	2	2	2	3
拉丁美洲	4	4	4	4	3	3
大洋洲	^	^	^	^	^	^
非洲	1	1	1	1	1	1

合计	100	100	100	100	100	100
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：易贸资讯 光大证券研究所

我们预计未来 1-3 年内，考虑国内供需，PVC 仍然将处于较为严重的产能过剩之中。当然如果发生国内氯碱开始大规模地出口，则供需情况将明显改观，这也是较大概率发生的事件。

中国的 PVC 生产工艺与国外的生产工艺存在很大的不同，国外 PVC 生产中 90% 左右为乙烯法，而在中国 PVC 的工艺中，电石法生产约占据了 77% 左右，其中具有一体化资源生产的 PVC 产能约占 30-40% 左右。

我们认为在目前的资源价格水平上，一体化电石法企业已经具备了明显的成本优势，而在未来基于原油价格乐观判断的基础上，我们判断一体化的电石法企业将在全球范围内取得更大的成本优势。比较优势下对氯碱行业产能过剩的担忧将进一步弱化。在全球货币泛滥情况下，原油等大宗品的趋势性走强将使得整体行业出现趋势性机会。

5、相关上市公司分析

湖北宜化

1、新增海吉氯碱以及青海宜化的氯碱业务给公司增加新的利润增长点，这块业务有可能大幅超出市场预期

公司未来在氯碱业务的战略已经趋于向西部转移，其完善的成本控制能力以及内蒙和青海相对较低的能源成本使得公司能够赚取超出行业平均水平的超额利润。未来氯碱产品将成为公司整体业务链中和化肥业务相当的重要收入和利润组成板块。公司在明年将成为国内龙头氯碱生产企业。3 年内我们预测湖北宜化的 PVC 产能有望达到 120 万吨/年的产能。2011 年公司氯碱业务收入有望达到 80 亿元，盈利能力则随价格大幅波动。

图表 9：湖北宜化氯碱业务对公司贡献业绩的敏感性分析

价格 权益销量	7000	7200	7500	7700	8000	8200
70	0.27	0.42	0.63	0.78	1.00	1.14
75	0.29	0.45	0.68	0.84	1.07	1.23
80	0.31	0.47	0.72	0.89	1.14	1.31
85	0.33	0.50	0.77	0.95	1.21	1.38

资料来源：光大证券研究所

2、现有化肥业务贡献稳定业绩

预计现有尿素业务在产能扩张、需求稳定下可以贡献稳定的利润：联合化工（120 万吨/年尿素）随着开工率提高而成本降低；贵州宜化（45 万吨/年尿素）盈利能力因税收减免到期的负面因素和煤矿投产的正面因素

而保持稳定；湖南宜化（40万吨/年尿素）盈利能力随着煤矿投产使得成本控制能力增加；本部尿素业务（65万吨/年尿素）由于煤炭运输成本以及无烟煤价格上涨而预计维持15-20%左右的毛利率。预计磷肥业务随着高价库存硫磺问题解决和江家墩磷矿石项目投产而盈利能力增强，其正常盈利能力大致每吨200-300元的净利润。新疆宜化在未来2年内预计增加100-120万吨/年左右的产能。我们预测湖北宜化的尿素产能有望在2012年达到350万吨/年，权益销量近300万吨/年。按照目前的价格水平计算，化肥业务2012年有望可以贡献大约100亿元左右的销售收入以及10亿元左右的利润总额。

另外，贵州宜化和宜化肥业剩余50%的股权预计2010年4季度开始计入公司收益，合计增加20万吨/年尿素和40万吨/年DAP的权益销售量。

3、新增10万吨/年保险粉业务将增加整体季戊四醇产业链的盈利能力

新增10万吨/年保险粉的主要原料为公司季戊四醇产品副产物以及公司其他产品，该项目的投产使得公司产业链趋向完善，增加了季戊四醇产品的盈利能力。展望未来3年，预计季戊四醇以及保险粉板块大致可以贡献12亿元的左右的销售收入，正常盈利水平大致在1亿元左右。季戊四醇业务随着公司双季戊四醇收率的提高而改善盈利情况。预计2010年开始转入盈利。

4、我们依然看好公司符合产业演进大方向的发展模式：低成本下的外延扩张和上下游一体化。

宜化的高成长性主要在于强成本控制能力下的外延扩张。我们认为这种战略符合全球大宗化工品行业演进方向，也符合目前中国化工行业发展阶段的客观情况。公司目前依然沿这个方向前进，我们认为未来3年内公司销售收入有望达到200-250亿元左右，正常情况下盈利大致在20亿元左右。公司股价依然具有巨大的空间，我们预计公司2010、2011、2012年每股收益分别为1.20、1.36以及2.16元，维持公司“买入”的投资评级。

5、估值、投资建议以及风险分析：

公司发展战略清晰，化肥业务相对稳定，氯碱以及其他化工资产提供了较高的业绩弹性。未来3年公司收入预计有30%以上的复合增长率，目前公司的市值仅仅110亿元左右，而其销售收入2011年公司销售收入有望达到140亿元。考虑公司在尿素、磷肥、氯碱、季戊四醇等大宗品中的成本优势，我们认为目前公司股价已经进入较高安全边界状态，维持“买入”评级。产品价格走势向下时最大的风险。

中泰化学

1、公司2×13.5万千瓦时的两台机组已建成，36万吨PVC、30万吨烧碱的正在进行试车，预计该项目于2010年年底顺利达产。这些项目将成为公司新的盈利增长点，届时公司将成为国内最大的氯碱企业。

图表 10：公司氯碱及配套产能不断扩大

公司氯碱生产能力情况 单位：万吨/年

品种	09年	10年新增产能	11年新增产能	合计产能
PVC	46	36	40	122
烧碱	35	30	30	95
电石	50		20	70
电	2 × 2.5万千瓦时	! × 13.5万千瓦时		32万千瓦时

资料来源：光大证券研究所

2、随着国家对新疆准东煤电煤化工基地的规划，配套的铁路、水库建设已经开始，该地区发展前景巨大。公司准东阜康 160 万吨 PVC、120 万吨烧碱基地，依托当地丰富的煤、电、石灰石等资源来规划建设，建成后形成较为完善的循环经济产业链，这成为公司未来 3 年的发展重点。同时公司也积极依托大股东新疆国资委，整合了阜康当地的焦煤资源，推进自备电厂的审批进程，从而使公司的 PVC 成本下降到 4000 元/吨，成本优势将十分明显。

3、公司准东黄草湖煤矿区 147 亿吨的煤炭储量为后续大发展提供了充足的资源，公司规划进行超大规模的煤矿建设，以供电厂、电石和 PVC 基地使用。公司每股煤炭储量 12.78 吨，远高于其他煤炭公司每股储量均值 0.86 吨。随着国家“西煤东运”战略的实施，“一体两翼”的铁路线将在 3 年内建成，一期出疆的煤炭设计运能达 3 亿吨/年，公司也将从中大大受益。

4、我们预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.18 和 0.86 元（11 年假设 PVC 销量为 85 万吨，含税均价为 8000 元/吨）。假设 PVC 每涨 100 元/吨，11 年业绩可提高 0.05 元/股，考虑到公司面临的是行业趋势性机会及新疆的能源战略新规划，公司将获得巨大的发展机遇，维持公司“买入”的投资评级。

图表 11：中泰化学业绩敏感性分析

对应 PVC 价格和销量下的公司业绩情况 单位：元/股

价格 \ 产能	6500	6750	7000	7200	7500	7600	7700	7800	7900	8000	8100	8200	8300
70	0.16	0.26	0.36	0.44	0.55	0.59	0.63	0.67	0.71	0.75	0.79	0.83	0.87
75	0.16	0.26	0.37	0.45	0.58	0.62	0.66	0.70	0.74	0.79	0.83	0.87	0.91
80	0.15	0.26	0.37	0.46	0.60	0.64	0.69	0.73	0.78	0.82	0.87	0.91	0.96
85	0.14	0.26	0.38	0.48	0.62	0.67	0.72	0.76	0.81	0.86	0.91	0.96	1.00
90	0.14	0.27	0.39	0.49	0.64	0.69	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	1.05
95	0.13	0.27	0.40	0.51	0.67	0.72	0.77	0.83	0.88	0.93	0.99	1.04	1.09
100	0.13	0.27	0.41	0.52	0.69	0.75	0.80	0.86	0.91	0.97	1.03	1.08	1.14

资料来源：光大证券研究所

天原集团

1、公司规模优势及区位优势突出

天原集团是国内循环经济的电石法 PVC 企业龙头之一，目前公司有用 52 万吨/年 PVC 树脂，42 万吨/年烧碱和 1.5 万吨/年水合肼产能，涉及氯碱化工、磷化工、和建材三大板块。随着募投资金项目的建设，公司到 2011 年底将有一个质变。

图表 12：公司氯碱及配套产能不断扩大

公司氯碱生产能力情况 单位：万吨/年

品种	09年	10年新增产能	11年新增产能	合计产能
PVC	52		40	92
烧碱	42		32	74
电石	12	36		48
水泥	60		60	120
磷矿		60	60	120
白煤		10	30	40
水合肼	1.5			1.5
工业盐		100		100
水电		6.7万千瓦时		
热电联产	6亿度			

资料来源：光大证券研究所

由于天原集团地处长江口岸宜宾，且是云贵川重要的交通枢纽，水路运输便捷。公司水路运输至华东的成本大约为 130-150 元/吨，而铁路运输至华南的成本为 250 元/吨左右，分别较新疆同类型 PVC 企业低出约 200-300 元/吨。

2、公司战略获取资源，为发展奠定基础

公司管理层具有较好的前瞻性，目前已经获取了大量的资源，未来可能进一步的整合当地资源，我们看好公司未来的长期发展。

图表 13：公司资源储量、产能规划及盈利情况

公司资源情况 单位：万吨/年

品种	储量（万吨）	产能（万吨/年）	目前吨净利	时间点
磷矿	4900	120	90	11年底达产
白煤	10000	80	200	12年底达产

资料来源：光大证券研究所

3、公司资源禀赋优良，弹性大，首次建议“买入”

公司目前 PVC 的完全成本约 7250 元，随着未来电石、电力自给率的提高，成本将下降到 6000 元/吨以下，具有较大的成本优势。

我们预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.32 和 1.03 元（11 年假设 PVC 销量为 50 万吨，含税均价为 8000 元/吨）。假设 PVC 每涨 100 元/吨，11 年业绩可提高 0.07 元/股，业绩弹性较大。考虑到公司所占的优质资源及资源价值的逐步体现，我们首次给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 25 元。

6、投资评价和建议：目前可以选择具有资源属性的一体化企业

首先，我们目前的推荐是基于 3-6 个月的时限。在此期间我们看好周期类资源类股票的走势。

目前原油价格并没有实质性突破，我们认为可以选择具有资源属性的一体化企业。将来如果原油出现趋势性走强机会，这时整体电石法上市公司将进入趋势投资区间。

成本优势特别是电力优势将成为未来氯碱行业的核心竞争力，我们看好具有成本优势的一体化氯碱企业。目前看来，中泰化学、湖北宜化、天原集团等有望成为其中最大的受益者。

目前选择上述标的的风险不大，如果出现我们在第 4 部分所说的长期因素，那么这些标的将会出现进一步趋势性的投资机会。

7、风险提示：

7.1 短期风险在于市场风格的变化，对周期资源类企业的放弃

7.2 短期风险还在于 PVC 价格在 4 季度没有像我们预测的一样走出反季节的独立行情。

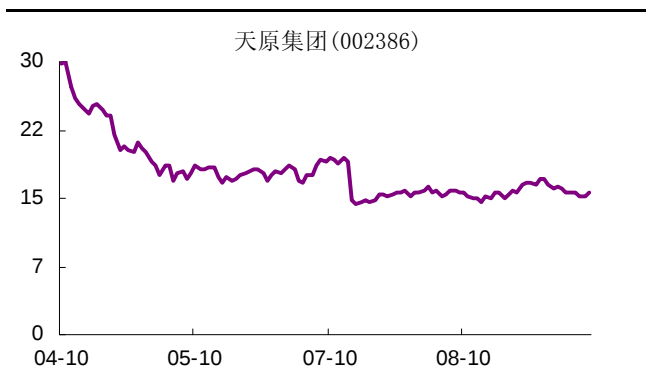
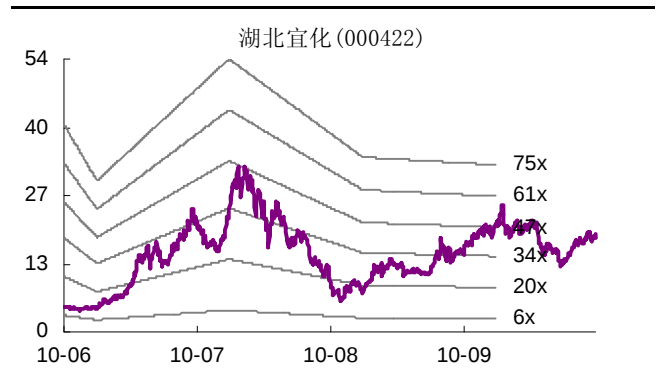
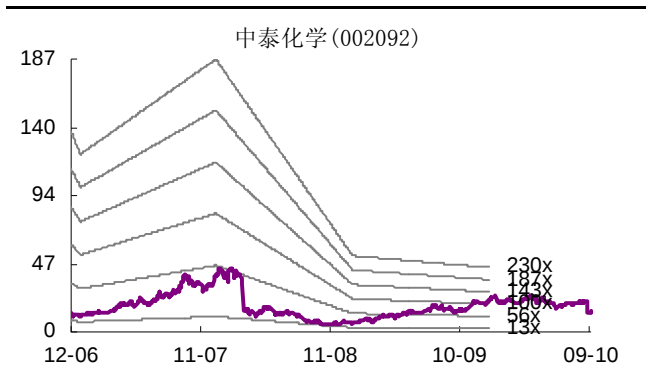
7.3 长期风险在于国际原油价格出现下跌趋势

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000422	湖北宜化	542	20.97	34	0.44	1.1	1.7	47.66	19.06	12.34	买入	买入
002092	中泰化学	805	15.92	21.5	0.09	0.18	0.86	176.89	88.44	18.51	买入	买入
002386	天原集团	120	19.39	25	0.36	0.32	1.03	53.86	60.59	18.83	无	买入

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

张力扬，6 年石化行业实业工作经验，5 年证券分析经验。化工工学学士，金融学硕士。

程磊，5 年证券分析经验，化工工学学士，金融学硕士。

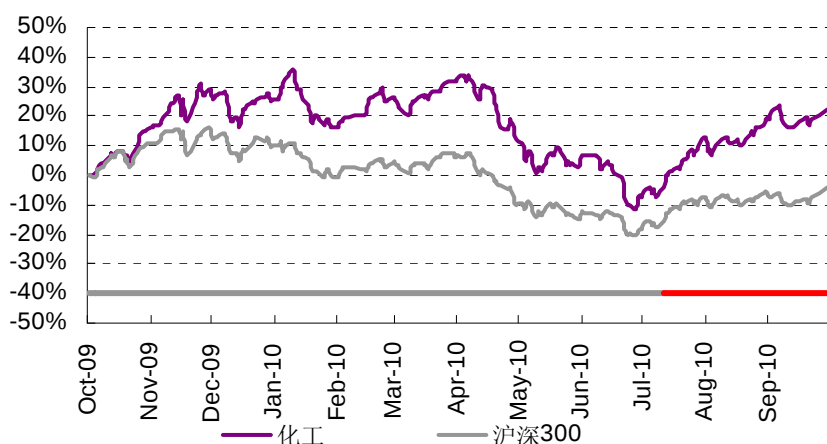
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

化工

分析师：张力扬



买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。