

公司正迎来重要发展机遇期

天原集团是我国西南最大的氯碱化工企业。近年来公司以氯碱为基础，向化工新材料和新能源延伸的“一体两翼”格局逐渐丰满。在新老基建的拉动下，公司有望迎来重要发展窗口期，具体如下：

核心观点

- **PVC 下游和钛白粉打开收获期：**公司新材料板块主要包括 PVC-O 管材等高分子材料以及氯化法钛白粉。一方面，高分子材料有广阔的替代前景，公司进行了长期的研发投入积累，已推出不同使用场景的系列产品，作为“宜宾造”的龙头产品，将迎来需求的扩张期，子公司天亿新材料盈利近年也明显提升。另一方面，公司重点项目 5 万吨氯化法钛白粉已成功投产，预计今年 9 月达产，未来还将继续扩产至 30 万吨规模；公司以“攀西钛矿+天原技术”为目标，有望突破氯化法发展在原料和技术上的瓶颈。
- **正极材料迎来机遇期：**三元正极材料是公司一体两翼布局中的另外重要一翼。公司 17 年投资建设 2 万吨三元正极材料及前驱体，目前已逐渐释放产能，并取得阶段性市场推广成果。宜宾作为建设中的我国西部新能源产业基地，将极大地拉动相关配套产业的发展，公司正与包括宁德时代在内的厂商建立起长期合作关系，发展机遇广阔。
- **主业氯碱正处于改善期：**困扰公司多年的煤矿问题有望在今明两年逐步解决，预计届时可以节省 1 个亿以上成本，带来短期业绩改善的最大贡献；并且公司地处西南，竞争对手不多，产品就近消化，尤其在低单价的烧碱领域运费成本优势明显。如果煤炭短板被弥补，综合成本有望处于行业内最低水平。此外，公司氯碱主业与 PVC 下游、氯化法钛白粉和正极材料都有很明显的产业链协同优势，相比于同行拥有更强的周期风险抵御能力。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年 EPS 为 0.10/0.37/0.53 元，公司 21 年业绩有望明显改善，故选择 21 年为估值年。按照可比公司 21 年 17 倍市盈率，首次覆盖给予目标价 6.29 元和增持评级。

风险提示

- 价格回暖和产能投放不及预期；资金压力大；整体所得税率下降不及预期等。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,123	23,103	27,078	32,330	38,314
同比增长(%)	18.6%	27.5%	17.2%	19.4%	18.5%
营业利润(百万元)	188	116	111	371	544
同比增长(%)	-17.5%	-38.3%	-4.0%	233.9%	46.7%
归属母公司净利润(百万元)	155	79	76	286	415
同比增长(%)	51.2%	-49.2%	-3.5%	276.5%	45.0%
每股收益(元)	0.20	0.10	0.10	0.37	0.53
毛利率(%)	8.2%	6.1%	5.8%	6.3%	6.2%
净利率(%)	0.9%	0.3%	0.3%	0.9%	1.1%
净资产收益率(%)	3.4%	1.6%	1.5%	5.6%	7.7%
市盈率	26.8	52.8	54.8	14.5	10.0
市净率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年06月24日)	4.88元
目标价格	6.29元
52周最高价/最低价	6.91/4.88元
总股本/流通A股(万股)	78,086/78,078
A股市值(百万元)	3,811
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2020年06月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.17	-4.31	-6.15	-23.87
相对表现	-6.19	-12.55	-20.33	-31.62
沪深300	3.02	8.24	14.18	7.75



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬
021-63325888*2504
wanliyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090003

联系人 杨奇
021-63325888*7540
yangqi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

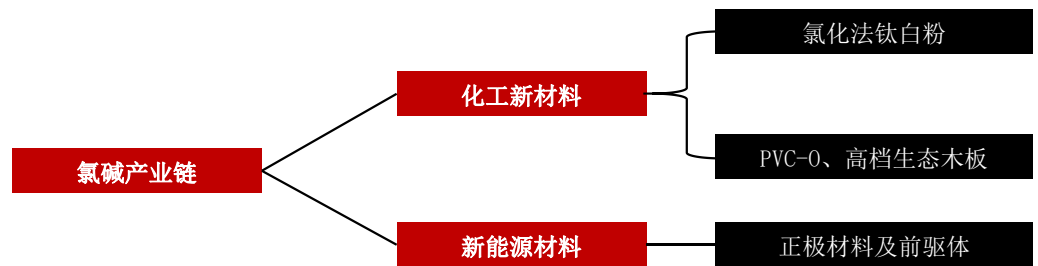
目 录

1	老牌化工龙头迎来发展新阶段.....	3
1.1	新老基建有望加码.....	3
1.2	宜宾发展重要窗口期.....	5
2	高分子材料打开收获期.....	6
2.1	下游延伸顺应产业升级.....	7
2.2	公司有望进入收获期.....	7
3	钛白粉有望突破原料技术瓶颈.....	8
3.1	公司钛白粉技术能力分析.....	8
3.2	公司钛白粉产业协同优势.....	9
3.3	钛白粉供需维持平稳.....	10
4	正极材料迎来机遇期.....	12
4.1	正极材料项目进展顺利.....	12
4.2	公司正极优势分析.....	13
5	主业氯碱处于改善期.....	14
5.1	煤矿投产带来改善拐点.....	14
5.2	氯碱板块运费优势明显.....	16
6	盈利预测与投资建议.....	17
6.1	盈利预测.....	17
6.2	投资建议.....	18
7	风险提示.....	20

1 老牌化工龙头迎来发展新阶段

天原集团是我国最早的氯碱化工企业之一。公司历史悠久，由著名爱国实业家、中国氯碱行业创始人吴蕴初先生于 1944 年创办，建厂至今已有 70 多年的历史。2000 年初作为我国最大也是效益最好的氯碱企业，率先实现了电石渣生产水泥的技术突破，氯碱废渣资源化利用也为电石法 PVC 打开了巨大的成长空间。其后随着技术扩散，氯碱行业的竞争也转为资源禀赋的比拼，公司所处的宜宾地区虽然电力成本尚可，但缺乏焦炭配套，成本不具优势，在规模上被很多西北企业超越。公司 2010 年上市后也遭遇了诸多困难。本部 2012 年面临老厂区拆迁，然而第一笔补偿款 14 年底才拨付；累计投资 7.9 亿元补短板的煤矿又因为云南省内煤炭资源整顿整合和产业升级而无法投产，发展受到了严重制约，在股市上也一直没有很好的表现，市场关注度不高。但公司正是抓住了搬迁的契机，在困境中坚定走转型升级的道路，从传统的氯碱初级产品转向以氯碱为基础，向化工新材料和新能源延伸的“一体两翼”的新格局。近几年随着公司在研发上持续投入和项目不断落地，“一体两翼”逐渐丰满。

图 1：公司“一体两翼”产业链



资料来源：公司公告，东方证券研究所

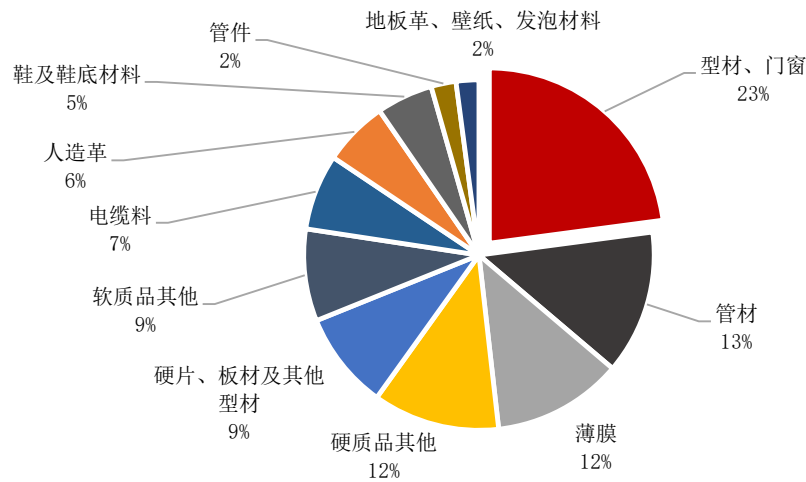
从当前时点看，就公司自身而言，17 年底 28 亿政府拆迁补偿款的全部到位，困扰公司多年的煤矿问题也在正逐步得到解决，这将带来至少 1 个亿的成本节省，主业基本盘逐渐稳固。新材料板块中的 PVC-O 管等产品是氯碱附加值的延伸增效，钛白粉和新能源电池材料与公司原有主业有很强的协同效应。如果转型能够成功，公司无疑会迎来一个巨大的变化，在行业中具有很强的竞争优势。从大环境看，一方面从宏观层面，在疫情冲击下，新老基建将成为经济托底的重要手段，公司现有的产业布局与其高度相关；另一方面，公司所在的宜宾市近年来也迎来发展的重大机遇，无论是其川南交通枢纽地位的形成还是“宜宾造”的大力推进，都将为公司创造广阔的发展空间。乘新老基建之风，逐渐丰满的一体两翼将使得公司进入新的快速发展期。从投资角度看，公司目前市净率仅为 0.84 倍，在整个化工行业 357 家公司中排第 18 位，处于极低水平，且其资产质量整体也比较优质，PB 可以对股价构成很强的支撑。

1.1 新老基建有望加码

公司一体两翼产业布局的下游和基建与地产有很高的相关度，尤其在新老基建成为疫情冲击下稳定经济增长的手段的背景下，公司迎来很大发展窗口期。传统基建主要是“铁公基”，包括铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设，公司的 PVC、氯碱、下游管材和钛白粉都是重要的基础材料；新基建则是以信息产业为核心，包括 5G 网络、人工智能、新能源汽车充电桩等，公司正在拓展的正极材料板块又与新能源产业发展高度契合。根据口径可比地区重大项目年计划投资额测

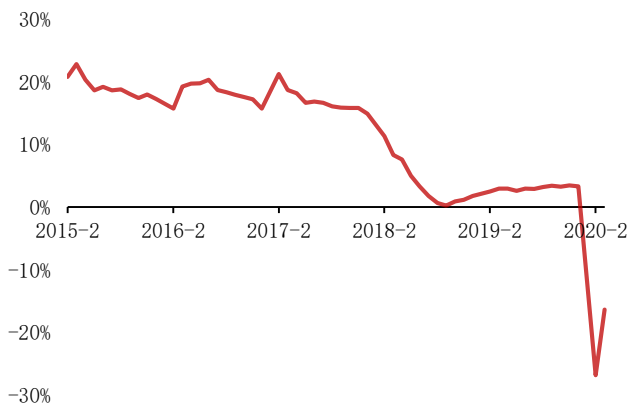
算，今年基建计划投资额同比增长 7.3% 左右，从绝对体量看，传统基建仍然是稳投资的主力。3 月以来在复工复产及稳增长政策促进下，基建投资跌幅已开始收窄，3 月挖掘机销量也创出历史新高，4 月也处于历史较高水平。专项债也为基建在逆周期调控中扮演的角色起到支持作用。近年来新增专项债发行限额快速增长，19 年达到 2.15 万亿。而今年 5 月国务院发布的 2020 年政府工作报告指出将发行地方政府专项债 3.75 万亿元，同比增长 74.4%，且投向基建的比例有望达到近 60%。另一方面，去年 7 月底政治局会议将老旧小区改造纳入到补短板稳投资的重点工程，今年 4 月也正式被纳入到专项债的支持范围。据住建部统计，全国共有老旧小区 16 万个，对应的改造投资总额可达 4 万亿，与过去 3 年一期的棚改投入资金规模相当，基本能够补偿由于棚改临近完结带来的需求缺失。此外，房地产开发投资降幅也在收窄，最差时期的拐点已逐步显现。

图 2：PVC 下游组成（2018）



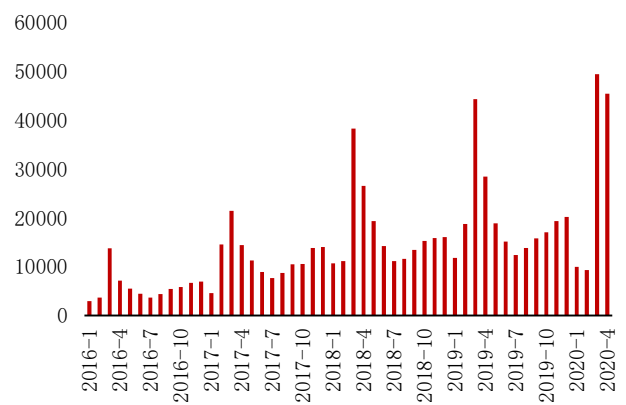
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 3：基建投资累计同比

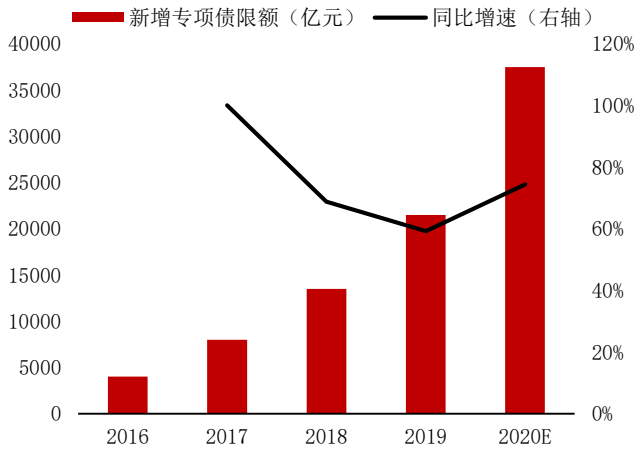


资料来源：Wind，东方证券研究所

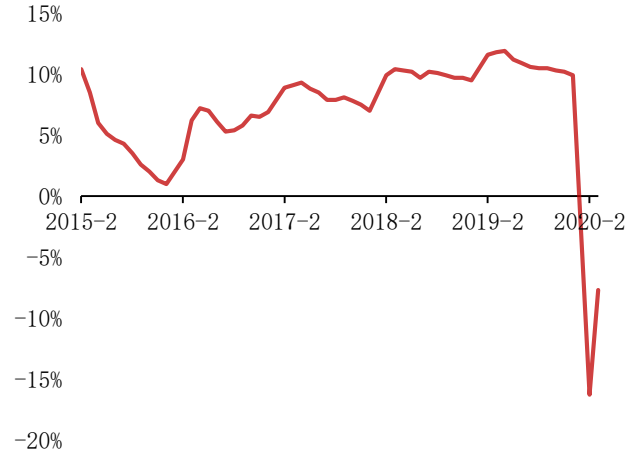
图 4：挖掘机月度销量（台）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：近年地方政府新增专项债发行限额


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：房地产开发投资额累计同比


资料来源：Wind，东方证券研究所

1.2 宜宾发展重要窗口期

从地理位置上看，宜宾地处川渝滇黔结合部核心，是长江经济带和南丝绸之路的重要交汇节点，也是成都、重庆、昆明、贵阳四大城市的几何中心。宜宾 16 年起以“宜宾造”为核心推动传统产业向新兴产业转型升级，包括智能终端、轨道交通、新能源汽车、新材料和现代服务业的“4+1”产业格局。18 年宜宾开展三年交通大会战，计划通过投资约 700 亿打造其全国性综合交通枢纽地位，其中高铁、高速公路和干线公路分别计划投资 170、280 和 146 亿元。在新老动能的共同拉动下，宜宾成为四川经济增速最快的城市，19 年 GDP 实际增速达到 8.80%，GDP 位列全省第三。今年 2 月，四川省政府正式同意设立宜宾三江新区，也是四川省首个省级新区，内涵包括现代服务业聚集区、先进制造业聚集区、长江绿色生态走廊、滨江山水新城。宜宾的建设需求将对公司一体两翼布局的各版块带来直接拉动，尤其是天亿新材料子公司的新型管材、地板等产品作为“宜宾造”的重点推荐产品有望被广泛应用。宜宾也是我国持续发展中的西部新能源产业基地，对上下游配套的需求将持续不断。整体而言，无论是从全国层面上基建的趋势性崛起还是从宜宾发展的具体需求看，公司的新材料和新能源两大板块与新老基建高度契合，都将迎来快速发展的机遇期。

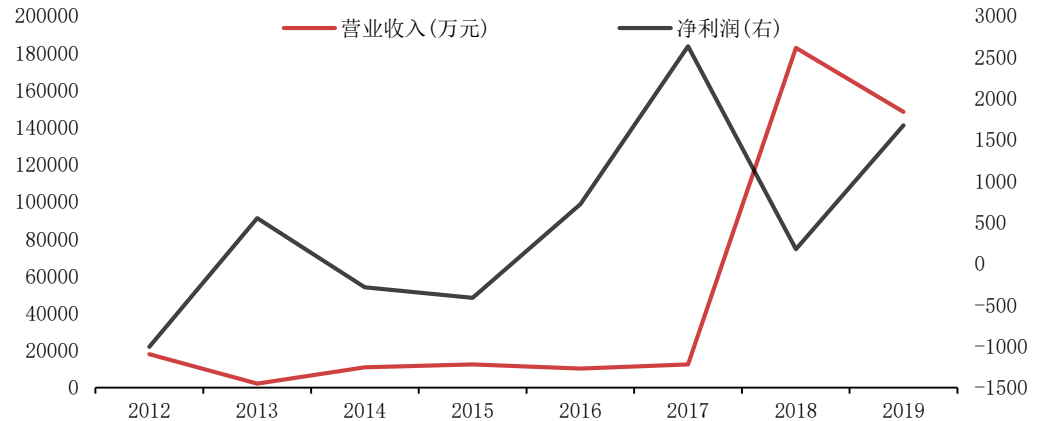
图 7：宜宾地理区位优势



资料来源：互联网，东方证券研究所

2 高分子材料打开收获期

与传统氯碱企业相比，公司一大优势就是技术研发能力，一方面天原历史悠久、人才积淀雄厚；另一方面四川对人才的吸引力客观上也要好于内蒙、新疆等西北省份。这虽然无助于拼成本的 PVC 通用料，但为公司在下游产业延伸上赢得先机。公司依托自有国家级企业技术中心、博士后工作站和工程实验平台开展自主研发，已成功推出轨道交通专用地板、船舶专用地板、地暖地板和部分汽车轻量化材料等不同需求场景的终端产品。公司产品作为“宜宾造”的龙头产品，将迎来需求的扩张期；随着公司 18 年起产能释放和市场拓展，子公司天亿新材料也将进入业绩的上升期。

图 8：子公司天亿新材料的营收和利润(万元)


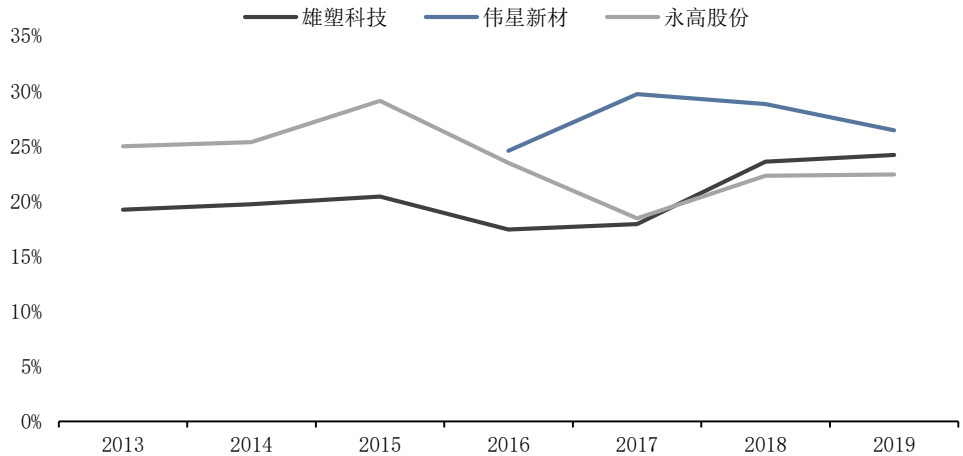
资料来源：Wind，东方证券研究所

2.1 下游延伸顺应产业升级

公司高分子材料板块主要是 PVC 树脂的高分子材料深加工，包括 PVC-O 管、LVT 地板、PVC 建材管道等。PVC-O 管是采用双轴取向拉伸技术，使管材力学性能提高，具有高强度、高韧性、高抗冲、抗疲劳等特点，且 PVC-O 管比同规格塑料材料轻、管壁薄，可替代传统的 PE 管、PVC-U 管等，主要应用于市政工程、水利工程等方面。我国塑料管道产量已达到 1600 万吨以上水平，其中 PVC、PE 占塑料管道总产量的 80%，PVC-O 替代的空间广阔。LVT 地板是增韧专用 PVC 树脂与优质轻钙竹木纤维通过改性加工制成的新型环保复合地板，耐磨、防滑性能优秀，产品质感和环保优势明显，可用于替代传统木质地板，符合消费升级的需求。以近两年我国竹木地板约 8 亿平方米测算，若新型环保地板渗透率达到 20%，则将至少拉动 1.6 亿平方米的需求。

2.2 公司有望进入收获期

子公司天亿新材料 16 年规划建设建设年产 3 万吨 PVC-O 管和年产 1,000 万平方米高档环保型生态木板项目。与传统氯碱企业相比，公司通过产业链的延长和贴近消费端，提升了传统氯碱产业的附加值。国内 PVC 管材企业的毛利率普遍在 20% 左右，由于 PVC-O 管的性能显著优于传统的 PVC 管材，且国内同行企业 PVC 都是外购的，我们认为公司以自产的 PVC 生产管材毛利率将高于其他企业的水平。公司 18 年起以开始投产。根据 19 年报披露 PVC 自用量 2.41 万吨以及 PVC-O 和木板满产时的 PVC 消耗量 6.31 万吨测算，19 年下游产品开工率为 38%。随着下游需求的逐渐打开，尤其是在新老基建的拉动下，开工还有很大的提升空间。那么一方面随着产量增加，单吨成本下降，项目盈利能力将逐渐改善，我们测算 PVC-O 和木板达产后盈利可共计达到 6000 万元以上。另一方面，产品毛利率还将随着公司氯碱主业的成本下降而进一步提升。此外，在盈利提升的基础上，这些产品基本以本地消化为主，相当于变相减少了 PVC 省外销量，以每吨运费 400 元测算，6 万吨以上的 PVC 本地消化也将节约运费 2600 万元。今年公司新材料业务也取得新的进展，天亿研发的新产材产品抑菌地板已研发成功即将上市。而公司年初还公告计划引进战略投资者为天亿增资 3-4 亿元，再投资建设年产 3 万吨 PVC-O 管道系统和年产 1000 万平方米 LVT 地板，进一步提升 PVC 的自产自用量，使自用量达到 15 万吨/年。

图 9：PVC 管材可比公司的板块毛利率水平


资料来源：Wind，东方证券研究所

3 钛白粉有望突破原料技术瓶颈

公司一体两翼转型战略中最关键、也是投入最大的方向无疑就是氯化法钛白粉。公司已决策投资建设 2×5 万吨/年氯化法钛白粉，目前一期 5 万吨产能于 18 年底初步建成，19 年下半年开始带料试车，试生产产品 1.4 万吨，预计今年 9 月 30 日达到可使用状态；二期年产 5 万吨氯化法钛白粉项目已取得环评批复并具备建设条件，公司还计划在“十四五”期间高标准再投资建成年产 30 万吨氯化法产能，规模上将目前行业龙头龙蟒佰利基本相当。我们认为，公司转型氯化钛白粉并非一时冲动，而是长期市场论证和技术研判后的选择。相比传统硫酸法钛白粉企业，公司也有其独特的产业协同优势，并且其不为市场关注的潜力还是有很大超预期的可能。

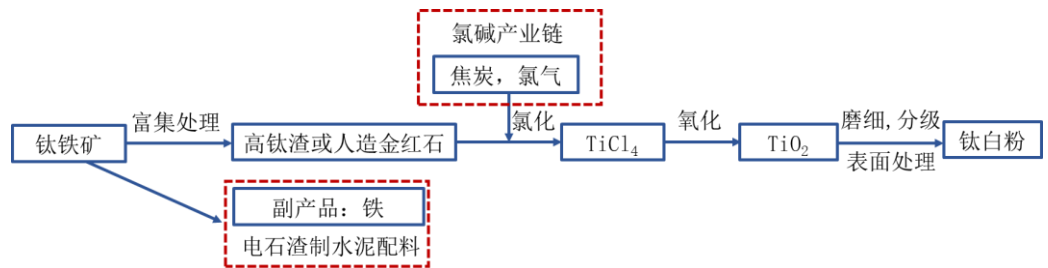
3.1 公司钛白粉技术能力分析

对国内企业而言，氯化法工艺的核心瓶颈在于原料和技术。首先从原料看，氯化法工艺对原料要求比硫酸法苛刻得多，需要 TiO₂ 在 90% 以上的钛矿，常用的有天然金红石矿、人造金红石矿和高钛渣。然而全球金红石储量主要分布在澳大利亚、南非和印度等国；我国钛资源虽然储量丰富，但主要是钒钛磁铁矿，占总储量的 98%，其中 90% 分布在攀枝花地区。钒钛磁铁矿的特点是资源组成复杂、品位低、钙镁含量高、难选冶，而我国高钛渣的冶炼又呈现电炉台数多、容量小、产量低、技术落后的特点；而因为在沸腾氯化时要使质量较重的钛矿和质量较轻的石油焦或焦炭都能够顺利流态化，氯化法对矿粉的细度和均匀度也比硫酸法严得多。整体而言我国发展氯化法钛白粉首先在原料上就面临很大的不足，国内原料供应基本以进口为主。

而在技术上，氯化法钛白粉的核心工段分位氯化 and 氧化两个部分，技术难度很高。TiCl₄ 遇水会立即发生强烈的放热反应，产生大量的白色 HCl 烟雾而污染环境、腐蚀设备，甚至灼伤皮肤、刺激粘膜、损伤呼吸道组织，这又对矿粉的湿度产生了较高的要求。而 TiCl₄ 的氧化是气相反应，反应温

度高达 1400~1500℃，生成 TiO₂ 的反应时间只有几毫秒，不像硫酸法从 H₂TiO₃ 生成 TiO₂ 需要煅烧 10 余小时。由于反应时间极短，需要避免 TiO₂ 晶体的高温下迅速增长和相互粘结而结疤，则初生的 TiO₂ 晶体必须争剧降温，以极高的流速通过冷却套管用低温循环氯在数秒钟内从 1400~1500℃ 冷却至 600℃ 左右，这一过程对反应控制和反应器强度的要求非常高。由于氯化法钛白粉高度自动化，任何一个环节出问题都要全线停车，因此连续生产的难度极大，项目建成也不意味着就能顺利投产、达标达产。以我国氯化法的先行者佰利联为例，公司 15 年初就建成产能，一直调试到 17 年才基本实现达产。哪怕海外有经验企业完全达产通常也要 1 年时间，甚至不乏 2-3 年才开车成功的案例，可以想见氯化法技术之难。

图 10：氯化法制钛白粉工艺流程



资料来源：CNKI，互联网，东方证券研究所

公司作为一个新进入者，建设投产的效率却非常高。公司 18 年大额投入项目建设后，5 万吨产能 19 年 2 月建设完成进入调试阶段，全年试生产产品 1.4 万吨。虽然因为氯化法工艺因前文所述的高壁垒，公司将原有预计达到可使用状态时间由 19 年 9 月 30 日调整为 20 年 9 月 30 日，即预计今年达产，但我们认为公司整体还是体现出了极高的技术能力和效率。我们认为这背后还是公司在氯化技术乃至整体化工能力上的积累带来的基础。公司氯化法钛白粉技术引进自 BIC 公司，其曾是锦州钛业 1.5 万吨氯化法钛白粉项目技术提供商，目前该项目运行情况良好，技术成熟。另外公司 14 年底就组建了项目团队，对涉及到的各项技术进行研究和消化，做了较为充分的准备。更为关键的是，公司并非化工行业的门外汉，而是有着 70 多年大化工生产经验的老牌企业，在氯碱化工上积累的技术、人才和工程转化都可用于氯化法钛白粉项目，并非完全从零开始。01 年公司率先在国内氯碱行业实现自主研发全废渣制水泥技术的突破，探索出集热电、化工、建材为一体的循环经济发展模式，解决了困扰行业发展的电石法生产工艺废渣排放的最大痛点，现已成行业准入的标准，这也反映出公司在技术上其实有相当的实力。

而且值得一提的是，公司以“攀西钛矿+天原技术”为目标，很早就开展了攀西低硅矿制备可氯化富钛料新技术，力图突破原料上的瓶颈。今年 3 月公司与攀枝花国投签署战略合作框架协议，拟在攀西地区进行产业布局，整合钛产业链上下游资源，旨在减少对进口钛矿原料的依赖度，实现上游原料的国产化，努力打造成为钛化工行业国之重器。

3.2 公司钛白粉产业协同优势

公司除了在教学本身上的能力之外，氯化法钛白粉和现有氯碱主业也能有很强的协同优势，公司能够凭借产业链配套的优势抵御钛白粉行业未来可能的景气下行风险。目前氯化法产品等级高、售价高，主要为海外公司垄断。但随着国内企业陆续实现技术突破，我们判断从中期的角度看氯化法钛

白生产工艺在我国大面积扩散恐怕已为时不远。而在中国再难的技术只要被突破，随后几年都会陷入红海竞争的格局，届时比拼的就是成本控制和综合管理能力。如果氯化法新建产能瓶颈被打开，大量新增产能必然会带来供过于求和惨烈价值战，并且进一步倒逼国家提高环保标准，加快小规模硫酸法钛白粉淘汰进度，氯化法钛白粉将获得巨大的产能释放机会，行业也将进入群雄混战的乱世，此时主旋律就是熬过洗牌活下去，直至格局重建完毕。在行业洗牌的过程中，公司氯化法钛白粉和主业氯碱的协同将保障公司在洗牌中的竞争力，体现在以下几个方面：

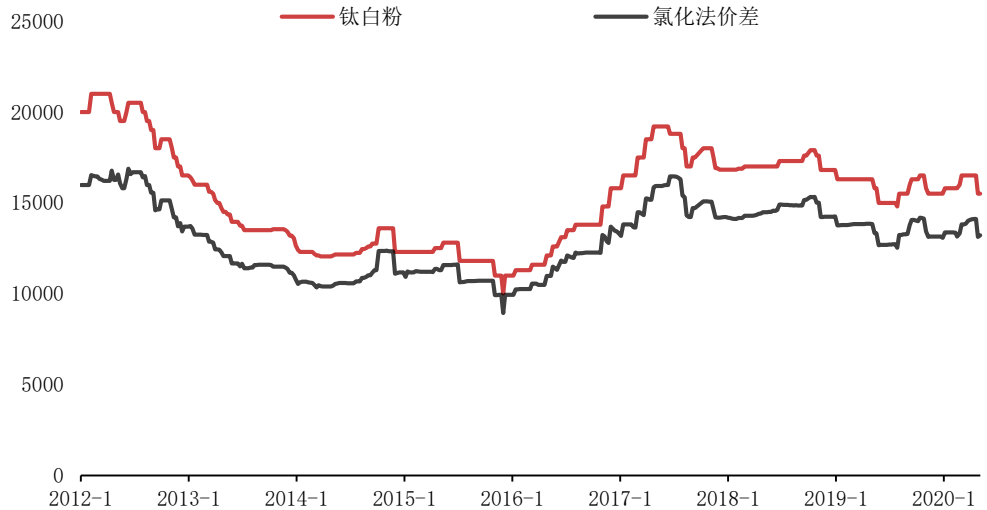
1. 氯化法钛白粉主要原料氯气是烧碱生产过程中的重要副产品，氯气作为易燃易爆的危险化工产品，依靠外购的储运成本很高，安全风险很大。天原氯气则为自产并通过管网运输，成本几乎为零。而且原先西南地区由于氯气缺乏消化渠道，即使烧碱盈利再好，也很难扩产，配套钛白粉从长期看也打开了公司继续扩产烧碱的空间。
2. 氯化法副产的高铁钛渣还可以替代公司电石渣制水泥过程中本来就要添加的含铁辅料，这样也节省了每吨 300-400 元的堆埋成本和原本 100 元/吨铁渣的采购成本。以 10 万吨氯化法副产 2 万吨高铁钛渣测算，成本节省也在 1000 万元左右。而且更为关键的是，氯化法副产钛渣总量虽然比硫酸法小很多，但因为堆埋要求条件高，堆埋的环境风险很大，资源化利用长期看是必然选择。天原在这方面不但经验非常丰富，是我国氯碱行业电石渣制水泥的鼻祖，而且本身就有水泥厂配套，以现在新建水泥厂的审批难度，这种产业协同优势也是很难复制的。
3. 公司氯化法钛白粉基地与氯碱装置相邻，后者配套了充裕的公用工程，可以通过管网为前者供应蒸汽动力，节省了大量公用工程的建设投入。而且作为高耗能的氯碱企业，公司还有自备燃煤电厂，且宜宾地区因为水电发达，工业用电成本也在 0.4 元以下，远低于于主要钛白粉竞争对手所在区域的蒸汽和电力成本，在能源领域的协同优势也很明显。

相比行业内其他硫酸法生产商，公司作为新进入者还有几大优势：1. 长期看随着氯化法产能扩张，污染严重的硫酸法工艺必然会受到愈加严格的环保限制，存在被大面积淘汰的风险，而公司只有更环保的氯化法产能，不受这方面的影响；2. 与现有巨头只有钛白粉业务，一旦行业陷入价格战存量盈利也会大幅下滑不同，公司还有原有氯碱业务还能提供稳定的盈利和现金流，抗风险能力更强；3. 公司作为宜宾最大国有制造型企业，也是“宜宾造”的标杆企业，无论是在信贷和政府支持上还是终端产品的渠道和消化上也有很强的优势。

3.3 钛白粉供需维持平稳

钛白粉是一种性能优异的白色颜料，广泛应用于涂料、橡胶、塑料、造纸、印刷油墨等行业，其中涂料是钛白粉最大的下游，占钛白粉消费量 60%。2016 年起钛白粉行情的见底回升主要受三个因素推动：国外落后产能淘汰促进钛白粉出口量剧增、国内房地产去库存增加装修需求和国内部分厂商受环保因素限产。供不应求的格局使得钛白粉连连上涨，价格和价差的最大涨幅一度达到 50% 以上。16、17 年由于环保趋严，部分不达标企业开工受限，而且龙头企业的盈利复苏刚刚开始，资本开支尚未大幅投入，国内钛白粉的新增产能有限。19 年是近年来投产的高峰，总有效产能达到 418 万吨，但因为国内外需求稳定增长，整体开工率还是维持在 80% 水平上下。

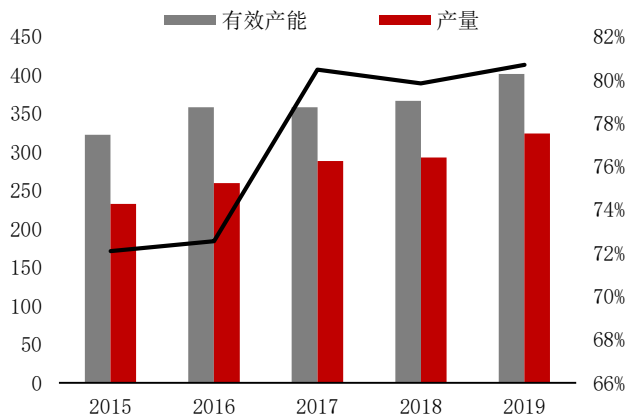
图 11: 钛白粉价格及氯化法价差(元/吨)



注: 氯化法价差=钛白粉-1.5*钛矿-0.3*石油焦

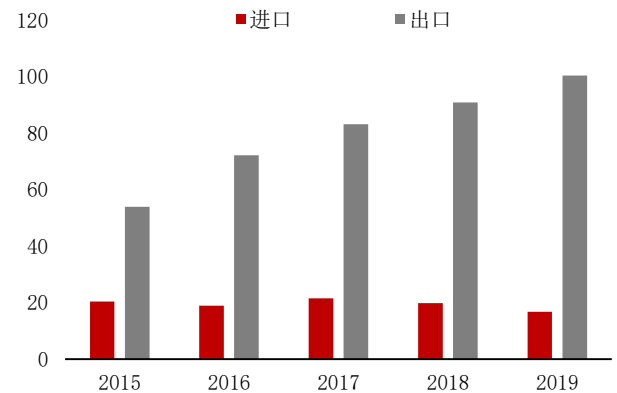
资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 12: 国内钛白粉有效产能产量(万吨)和开工率



资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 13: 钛白粉进出口量(万吨)



资料来源: 百川资讯, 东方证券研究所

展望未来, 20-22 年国内共有 55 万吨产能规划, 基本都是氯化法工艺产能。虽然新增表观总量较大, 但由于环保因素, 硫酸法钛白粉产能将呈现收缩状态, 而氯化法钛白粉存在较强的技术壁垒, 在建产能未必能够顺利投产, 所以整体的供给实际新增量有限。另一方面, 虽然房地产周期的高峰已过, 但受到新老基建的拉动, 未来需求增速将保持平稳。从全球层面看, 海外钛白粉巨头经过整合, 已形成以科慕、特诺、Venator 和康诺斯为代表的四大龙头格局, 产能扩张也已结束。科慕曾计划在 21 年左右新增 20 万吨产能, 但根据今年 5 月的最新报道, 改计划调整为在 21 年新增一小部分, 其余的扩产计划被推迟。那么如果按照未来国内新增产能计划的投产时间测算, 19-22 年全球钛白粉供给复合增速为 3.2%, 与海外机构预测的 3-4% 的增速基本相当。如果考虑到国内氯化

法钛白粉投产进度大概率不达预期，且氯化法爬坡还需要一定时间，则供给增速则为 2-3%，所以整体供需还是维持平衡状态，甚至不排除供需收紧的可能。

表 1：钛白粉新增产能(万吨)

公司	产能	工艺	投产时间
攀钢集团	6	氯化法	2020 年 H1
云南新立	6	氯化法	2020 年 H1
金海钛业	6	氯化法	2020 年 H1
天原集团	5	氯化法	2020 年 H2
淮安飞洋	10	氯化法	2020 年 H2
中信钛业	6	氯化法	2021 年 H1
金海钛业	6	氯化法	2021 年 H1
衡阳玉兔	5	氯化法	2021 年 H2
衡阳玉兔	5	氯化法	2022 年 H1

资料来源：百川资讯，东方证券研究所

表 2：全球钛白粉产能及增速(万吨)

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
海外	441	441	441	441	451	451
中国	358	367	402	438	465	476
合计	799	808	843	879	916	927
产能增速		1.06%	4.33%	4.30%	4.27%	1.15%

资料来源：互联网，公司公告，东方证券研究所

4 正极材料迎来机遇期

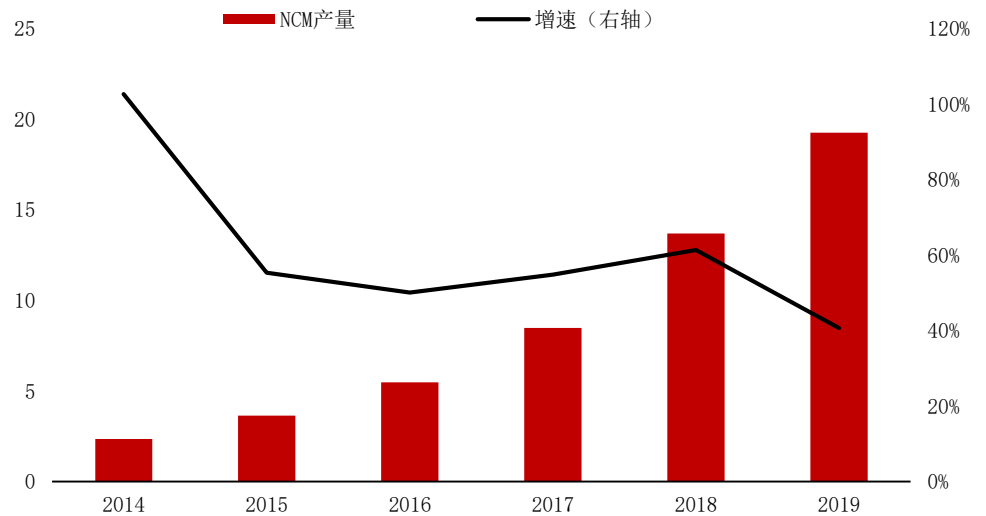
三元正极材料是公司一体两翼布局中的另外重要一翼。公司 17 年与国光电器合作增资广州锂宝并持股 49%，作为参股公司投资建设 2 万吨三元正极材料及前驱体，目前已逐渐释放产能，并取得阶段性市场推广成果。我国新能源产业发展拉动三元正极材料的需求持续增长，宜宾作为建设中的我国西部新能源产业基地，将极大地拉动配套产业的发展，公司正与包括宁德时代在内的国内知名厂商建立起长期合作关系。同时，相比于同行，公司正极材料在产业链配套等方面也有着显著优势，未来发展空间广阔。

4.1 正极材料项目进展顺利

新能源这一赛道发展前景广阔，是我国传统产业升级的一大重点方向。且经过 19 年新能源汽车补贴调整，新能源汽车扶优扶强的方向进一步落实。目前，三元电池已成为新能源汽车的主流动力，而高镍三元材料则是未来三元动力电池的发展方向。19 年中国锂电三元正极材料出货量为 19.2 万吨，同比增长 40.4%。虽然公司锂电起步较晚，但正极材料因为技术进步很快，产品不断更替，先发企业原有技术积累也很难转化为下一阶段的技术优势，况且公司作为新进入者，2 万吨正极材料

项目的投产进度也比较顺利。19 年首期 NCM5 系产品装置已正式投入生产运行，实现对国内多家电池企业销售且反馈良好；NCM6 系产品已建成并投料试车，产出产品已送样测试；MCN8 系产品已进入中试生产送样阶段；NCA 产品已实现了中试吨级销售。公司三元正极材料已具备 1.3 万吨产能规模，三元正极材料前驱体也已生产出合格产品。公司正在加大开拓知名大客户，扩大市场渠道。18 年公司还与天华超净、宁德时代等投资合作成立新公司天宜锂业，建设 4 万吨锂电材料（碳酸锂和氢氧化锂）；19 年 11 月天宜锂业与宁德时代签署合作协议，宁德时代将优先向天宜锂业采购碳酸锂和氢氧化锂产品，保障了未来产品释放后的消化渠道。

图 14：我国三元材料产量（万吨）及增速



资料来源：高工锂电，东方证券研究所

新能源是宜宾新兴产业发展的中流砥柱，宜宾市正全力打造锂电产业集群，引进了大量上下游企业，如新能源汽车产业园（已引进奇瑞公司凯翼品牌入驻）和宁德时代（天原也与其合资建设了氢氧化锂产能）。19 年 9 月宁德时代公告将在宜宾投资不超过 100 亿元建设动力电池制造基地，总产能达到 30GWh。一期 15GWh 已于 19 年底正是开工，预计建设周期不超过 26 个月。宁德时代项目的投资建设也有望拉动一系列新能源产业入驻宜宾，后续随着宜宾宁德时代电池生产项目逐步投产，将为公司锂电产业带来重大发展机会。此外，公司锂电项目主要子公司广州锂宝也采用了合资的方式，天原占比为 49%，国光电器占比为 47.42%，也减轻了投资压力。另外正极材料作为朝阳行业，有助于提升公司整体估值水平。

4.2 公司正极优势分析

与同行相比，公司正极产业并不落下风，甚至还具有很明显的优势。首先，三元材料的前驱体的制造属于基础化工合成，而这正是天原几十年以来积累的强项。第二，产业协同方面，公司 2 万吨产能可消耗约 5.4 万吨自产烧碱，这部分原料自供会节省一定的成本；蒸汽等公用工程全面配套也能实现配套自给。第三，能源方面，三元材料属于高耗能行业，NCM523 单吨电耗约为 7500 度，高镍则在万度以上，目前几乎全部产能又都集中在东部沿海，普遍电价在 0.6-0.7 元，但天原所处的

宜宾水电资源丰富，电价仅为 0.35 元，能耗上每吨会节省 2600-3500 元。即使是前期高盈利导致产能大幅扩张，行业竞争格局进入传统制造业拼成本的阶段，公司还是有很强的的风险抵御能力。

5 主业氯碱处于改善期

公司是西南最大的氯碱企业，拥有电石法 PVC 产能 50 万吨，烧碱产能 48 万吨，公司主体利润也来自于氯碱板块。近两年氯碱行业盈利处于历史性高位，市场普遍担心未来盈利会出现大幅下滑，因此整个氯碱板块无论是市盈率还是市净率都处于化工行业中较低水平。我们判断，氯碱行业虽然需求端会受宏观经济影响有所下滑，但供给约束仍然很严，新建产能被严格控制，价格下行幅度有限。虽然今年因为疫情冲击价格在 Q1 出现暴跌，但随着国内疫情逐渐稳定，欧美部分地区逐渐解封，需求回暖，价格也进入复苏通道，且中长期看整体供需还是会比较平衡。对公司而言，我们认为其氯碱盈利趋势会好于行业，并且正迎来进一步改善的拐点。

5.1 煤矿投产带来改善拐点

与传统认知不同，公司在氯碱行业中其实资源禀赋并不差。虽然四川不是煤炭资源大省，但是宜宾地区水电发达，工业电价仅略高于西北部分自发电企业，再考虑到产品运费因素后，综合能源成本应该还属第一梯队。公司之所以氯碱板块近几年盈利不佳，核心劣势就在于缺乏有竞争力的碳素资源，需要从西北购买，每年采购量在 18 万吨左右，单吨运费约为 550 元，这也意味着 1 亿元的成本提升。为了解决这个问题，公司很早就做了布局，10 年收购了云南昭通最为优质的白煤资源，并且将电石基地天力煤化和天达化工也建在昭通。昭通到宜宾只有约 200 多公里，运输成本很低，如果煤矿投产，整个氯碱产业链就形成了闭环，成本端短板也被补齐。

云南昭通彝良县的煤矿资源很丰富，并且据矿产鉴定报告描述，该煤矿含碳量极高，原煤几乎可以替代焦炭用于电石生产，成本优势非常明显。2010 年子公司天力煤化与彝良县达成意向性协议，获得了煤矿勘探权。然而煤矿勘探和投产过程都不太顺利，在经历地震、特大暴雨等天灾以后，2014 年因云南煤矿事故连发，云南省全省 9 万吨/年及以下煤矿停产整顿，天力煤化下属许家院煤矿、昌能煤矿和巴抓煤矿属于停产整顿范围，上述煤矿全部停产。

表 3：煤矿事件梳理

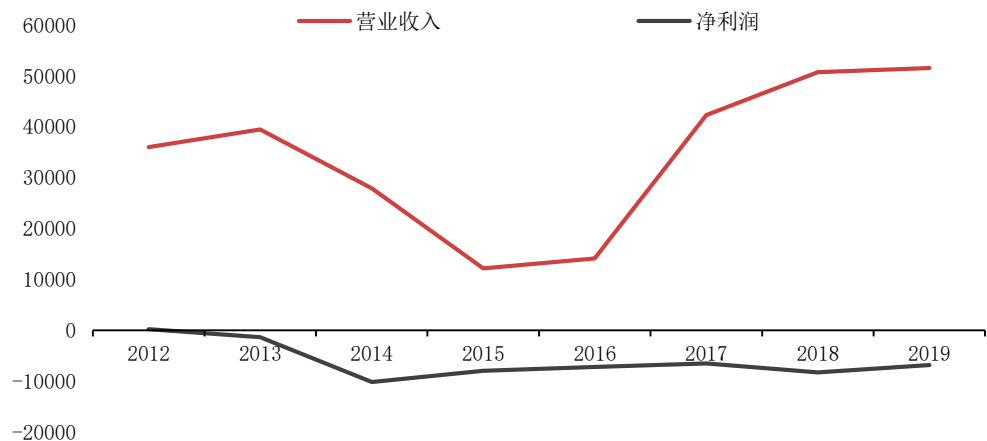
时间	事件	影响
2010 年 1 月	收购昭通彝良成熟煤矿资源	子公司云南天力煤化与昭通地区彝良县达成意向性协议，收购整合当地的成熟煤矿资源，资源储量优质白煤 1 亿吨，规划产能 100 万吨，替代电石生产部分高成本的焦炭，降低公司原料成本
2012 年 9 月	昭通彝良 5.7 级地震	子公司云南天力煤化下属煤矿全部停产，天力公司电石及其他相关生产装置也处于停产状态。受此次地震影响，天力公司电石减产约 5000 吨，煤炭减产约 10 万吨。
2013 年 7、8 月	昭通大关县特大暴雨	受子公司大关天达化工停产影响，电石减产 3.5 万吨，公司通过外购电石确保氯碱生产系统的生产。外购电石成本比使用天达化工自产电石成本高 100 元/吨
2014 年 4 月	云南省 9 万吨/年及以下煤矿停产整顿	天力煤化下属许家院煤矿、昌能煤矿和巴抓煤矿属于停产整顿范围，上述煤矿停产

2017年12月	出台云南省所有合法煤矿建设项目必须执行产能置换政策	云南省人民政府下发了《关于印发云南省煤炭行业供给侧结构性改革去产能实施方案》，要求云南省所有合法煤矿建设项目必须执行产能置换政策，按照建设规模增量承担一定比例的去产能任务后，依据转型升级方案审查确认意见，限时办理煤矿转型升级手续
2018年	按照政策要求积极进行煤矿的重组以及改造升级	昌能煤矿和许家院煤矿完成了建矿指标购买，审核同意昌能煤矿建设30万吨/年项目和许家院煤矿许家院井建设30万吨/年项目实施产能置换。其后，两个煤矿的项目设计方案获批准
2018年	昌能煤矿可开始办理产能为30万吨/年的采矿许可证	目前昌能煤矿待矿业权出让收益金评估完成，即可开始办理产能为30万吨/年的采矿许可证。许家院煤矿许家院井已将初步设计方案报告书和安全设施设计方案报告书上报评审，预计近期将取得许家院煤矿许家院井30万吨/年项目的初步设计批复。
2019年10月	投资建设昌能煤矿	昌能煤矿经过几年的整顿整合，已办理完相关手续并取得了开工备案许可证，公司拟投资6.58亿将昌能煤矿建设成为生产能力为30万吨的综采综掘工艺的现代化机械化煤矿。
2019年底	许家院煤矿进度	许家院煤矿许家院井正在办理划定矿区范围批复工作

资料来源：公司公告，东方证券研究所

煤矿停产给公司盈利带来较大影响，公司还没从自有煤矿带来的低成本中获利，就遭受煤矿关停。14年起煤矿业务不仅未能实现销售收入，还由于固定资产折旧、无形资产摊销、管理费用、财务费用等固定费用的影响，子公司天力煤化从13年起陷入逐年亏损的境地，每年亏损额在7000万元左右。为了解决这一问题，公司始终和政府积极沟通，并进行煤矿的重组以及改造升级，去年取得重要进展。截至19年底，昌能煤矿30万吨已拿到开工备案许可，许家院煤矿正在办理划定矿区范围批复工作。如果焦炭全部自给，能够节省外购煤炭的运费近1亿。

图 15：子公司天力煤化(主营煤炭和电石)营业收入和净利润(万元)



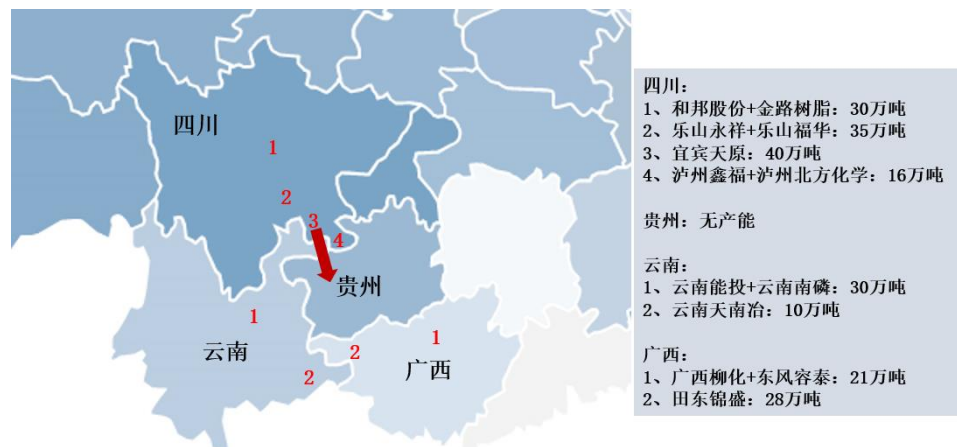
资料来源：Wind，东方证券研究所

5.2 氯碱板块运费优势明显

公司在氯碱行业最大的优势就在于地处西南,同行业竞争对手不多,绝大部分产品都可以当地消化,不像西北几乎全部要销往东部,在运费上会节省很多。而且宜宾还是万里长江第一城,依托长江黄金水道,运费也比西北陆运要低。因此公司在行业内虽然没有能力逐鹿中原、辐射全国,但是背靠四川市场,固守西南还是绰绰有余,这在低单价烧碱上体现的就更为明显。云桂贵川四省的烧碱产能主要集中在四川 120 万吨,云南和广西各有 40-50 万吨,贵州无产能。而宜宾天原的地理位置处于云贵川三省交界处,非常有利于烧碱在西南地区就近销售。公司烧碱除了一半自用和内销四川以外,另一半南向销往贵州和广西,运费非常低廉。西北地区烧碱则大多销往东部,而且由于液碱受运输设备的限制,安全性低,西北地区厂家需要将液碱做成固碱进行运输。

以业内公认原料成本最低的中泰化学为例,若仅考虑生产侧,公司与中泰化学成本旗鼓相当,表观毛利率也接近。虽然公司电力成本上的劣势明显,但由于免去液碱转固碱的成本,资源劣势完全被公司的区位优势所弥补,使得整体生产成本毫不逊色。若考虑到中泰化学需承担更高的运费,公司烧碱的实际盈利能力要强于中泰化学。

图 16: 云贵桂川四省烧碱产能分布



资料来源:百川资讯,东方证券研究所

表 4: 天原集团烧碱业务实际毛利率高 (2017)

项目	天原集团	中泰化学
收入(亿元)	9.6	33.2
成本(亿元)	3.4	12.0
销量(万吨)	29.9	98.2
单价(元/吨)	3202	3377
生产成本(元/吨)	1142	1224
毛利(元/吨)	2061	2153
表观毛利率	64.3%	63.8%
运费(元/吨)	276	664
含运费成本(元/吨)	1417	1888

扣运费毛利（元/吨）	1785	1489
扣运费毛利率	55.7%	44.1%

资料来源：公司公告、Wind，东方证券研究所

注：由于 17 年之后公司没有分别公开烧碱和水合肼营收、成本数据，采用债券评级报告中 17 年数据

表 5：烧碱区位优势弥补资源劣势

项目	天原集团	中泰化学	差距
电价（元/kwh）	0.4	0.15	
电耗（kwh/吨）	2300	2300	
用电成本（元/吨）	920	345	575
转固碱成本（元/吨）	0	512	-512

*液碱转固碱成本参考中泰化学公告约 800 元/吨，中泰化学固碱销售量占 64%左右，故平均吨转固碱成本=800*64%=512 元

资料来源：公司公告，东方证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) PVC 和烧碱受今年疫情冲击，价格下滑，但由于整体供需格局较好，我们判断未来将恢复到合理中枢水平。预计 20-22 年 PVC 的价格分别为 6300、6500、6500 元/吨，烧碱的价格为 2585、2900 和 3000 元/吨(折百)，均为含税价格。由于油价低位，基于能源比价，我们判断电石和兰炭景气也出现下滑，导致主业整体毛利率小幅提升；同时预计昌能煤矿于 20 年顺利复产，并且假设许家院煤矿于 21 年复产。兰炭运费于 20 年由以往的 550 元/吨降至 200 元/吨，21 年起降至 0 元/吨，进一步带来 PVC 毛利率大幅增长。
- 2) 随着市场开拓，PVC-O 和生态木板项目逐渐放量，并且随着未来产能扩大，产品销量不断增长。假设 20-22 年 PVC-O 管实现销量 2.5、3.0 和 5 万吨，生态木板实现销量 800、1000 和 1200 万平方米。
- 3) 钛白粉项目分位已投产 5 万吨、已取得环评 5 万吨和“十四五”期间规划的 30 万吨，对于 20-22 年盈利预测，我们只考虑前两期项目。随着公司技术和工艺逐渐消化，20-22 年一期 5 万吨的开工率分别为 60%、90%和 100%；二期 5 万吨假设 21 年下半年投产，21-22 开工率分别为 80%和 90%。则公司 20-22 年分别实现钛白粉销量 3.0、6.5 和 9.5 万吨。价格方面，保守估计行业景气进入合理区间，20-22 年钛白粉价格分别为 15000、16000 和 16000 元/吨（含税）。
- 4) 正极材料方面，假设 20-22 年平均价格为 14.3 万元/吨（不含税），目前锂宝处于市场开拓期，还没明显放量贡献利润，假设锂宝 20-22 年分别实现 380、600 和 1200 吨月销量，随着

产能爬坡, 单吨折旧摊销逐步减少, 毛利率提升, 20-22 毛利率分别为 11.2%、15.0% 和 18.2%。则分别对应公司 20-22 年 600、1600 和 7900 万元投资收益。

5) 公司 20-22 年所得税率分别为 45%、25% 和 25%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PVC					
销售收入 (百万元)	2,282.0	2,302.2	2,037.9	2,035.6	1,885.1
增长率	13.9%	0.9%	-11.5%	-0.1%	-7.4%
毛利率	4.9%	11.2%	10.9%	17.0%	16.7%
氯碱类产品					
销售收入 (百万元)	162619.3%	133102.9%	121223.1%	139358.7%	148664.3%
增长率	18.1%	-18.2%	-8.9%	15.0%	6.7%
毛利率	62.3%	50.6%	47.9%	52.5%	54.2%
商贸					
销售收入 (百万元)	11,070.1	15,032.6	18,039.1	21,646.9	25,976.3
增长率	17.3%	35.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
钛白粉					
销售收入 (百万元)		194.4	398.2	920.4	1,345.1
增长率			104.8%	131.1%	46.2%
毛利率		23.4%	17.6%	22.8%	22.8%
聚苯乙烯					
销售收入 (百万元)	2,028.5	3,099.6	3,719.5	4,463.4	5,356.0
增长率	20.0%	52.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
PVC-O+生态木板					
销售收入 (百万元)		348.4	752.8	925.0	1,289.6
增长率			116.1%	22.9%	39.4%
毛利率		25.1%	28.7%	29.8%	32.5%
其他业务					
销售收入 (百万元)	1,116.3	795.1	918.4	945.6	975.5
增长率	44.2%	-28.8%	15.5%	3.0%	3.2%
毛利率	22.5%	21.3%	29.2%	23.1%	23.3%
合计	18,123.2	23,103.2	27,078.1	32,330.3	38,314.3
增长率	18.6%	27.5%	17.2%	19.4%	18.5%
综合毛利率	8.2%	6.1%	5.8%	6.3%	6.2%

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

6.2 投资建议

可比公司方面, 我们选取 PVC 龙头中泰化学, 钛白粉龙头龙鳞佰利, PVC 下游龙头雄塑科技、伟星新材, 新能源电池相关的当升科技以及拐点型化工巨头云天化。综上, 我们预测公司 20-22 年每

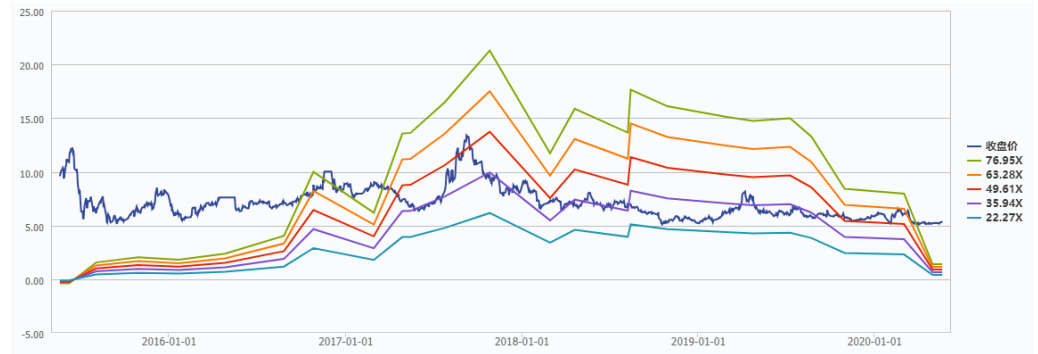
股盈利 EPS 为 0.10/0.37/0.53 元，公司 21 年业绩有望大幅改善，故选择 21 年为估值年。按照可比公司 21 年 17 倍市盈率，首次覆盖给予目标价 6.29 元和增持评级。

表 6：可比公司估值（截至 2020/6/24）

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中泰化学	0.16	0.05	0.16	0.22	28.54	100.22	27.92	20.73
龙鳞佰利	1.28	1.53	1.86	2.18	14.00	11.70	9.60	8.19
雄塑科技	0.77	0.93	1.18	1.45	17.01	14.06	11.10	9.00
伟星新材	0.63	0.68	0.75	0.84	18.90	17.34	15.85	14.11
当升科技	-0.48	0.74	1.03	1.33	-69.31	44.61	32.28	25.01
云天化	0.11	0.15	0.32	0.40	44.63	31.60	15.05	11.95
调整后平均					19.61	26.90	17.48	13.95

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 17：公司 PE-band



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 18：公司 PB-band



资料来源：Wind，东方证券研究所

7 风险提示

1. 价格回暖和产能投放不及预期：公司未来增长的主要动力为“一体”PVC、氯碱的价格回暖和“两翼”PVC 下游、钛白粉和正极材料放量，如果价格上涨和新产品投产进度不及预期，将影响公司改善和增长的进度，在此对价格和产量进行敏感性分析。21 年 PVC 和烧碱价格每变化 100 元/吨（含税），21 年归母净利润分别变化 8.0%和 8.5%；21 年 PVC-O、生态木板、氯化法钛白粉、正极材料销量每变化 1%，归母净利润分别变化 3.8%、1.4%、4.6%和 0.7%。此外，煤矿作为公司短期业绩增长的核心，若投产进度不及预期，也将显著影响公司经营改善进度。
2. 资金压力大：氯化法钛白粉 10 万吨产能总投资已超过 20 个亿，和同样投资巨大的锂电池正极材料会带来较大的资金压力，不可避免会带来资金和人力资源的分流。
3. 整体所得税率下降不及预期：盈利预测中，我们假设公司 21 年起子公司实现明显减亏，所得税率大幅下滑，若减亏不及预期，则平均所得税率还将维持高水平并影响净利润。
4. 价格波动：公司主营产品周期性较强，若产品和原材料供需格局发生不利于公司主营业务的变化，则将影响公司未来盈利能力的改善。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,699	2,240	2,625	3,134	3,714	营业收入	18,123	23,103	27,078	32,330	38,314
应收票据及应收账款	964	184	828	623	955	营业成本	16,642	21,701	25,519	30,306	35,952
预付账款	352	278	426	449	567	营业税金及附加	76	70	82	97	115
存货	531	641	784	913	1,094	营业费用	320	349	403	478	563
其他	466	1,146	1,253	1,301	1,408	管理费用及研发费用	597	618	675	774	898
流动资产合计	5,013	4,489	5,916	6,420	7,738	财务费用	351	280	375	401	398
长期股权投资	356	376	376	376	376	资产、信用减值损失	34	59	12	20	15
固定资产	5,175	5,358	5,606	5,725	5,742	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,156	2,324	2,294	2,122	1,877	投资净收益	(10)	(2)	6	26	79
无形资产	662	695	679	663	647	其他	94	92	93	92	93
其他	618	531	487	478	469	营业利润	188	116	111	371	544
非流动资产合计	8,968	9,284	9,443	9,365	9,113	营业外收入	16	7	12	9	10
资产总计	13,980	13,773	15,358	15,784	16,850	营业外支出	49	33	41	37	39
短期借款	5,019	4,976	6,241	6,005	6,308	利润总额	154	90	81	343	516
应付票据及应付账款	1,465	1,792	2,177	2,544	3,042	所得税	31	66	37	86	129
其他	996	1,203	1,145	1,220	1,239	净利润	124	23	45	257	387
流动负债合计	7,479	7,972	9,563	9,769	10,590	少数股东损益	(31)	(55)	(31)	(29)	(28)
长期借款	428	394	394	394	394	归属于母公司净利润	155	79	76	286	415
应付债券	278	0	0	0	0	每股收益(元)	0.20	0.10	0.10	0.37	0.53
其他	674	336	332	332	332						
非流动负债合计	1,380	731	726	726	726	主要财务比率					
负债合计	8,859	8,703	10,289	10,495	11,316		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	147	104	72	44	16	成长能力					
股本	781	781	781	781	781	营业收入	18.6%	27.5%	17.2%	19.4%	18.5%
资本公积	2,415	2,415	2,415	2,415	2,415	营业利润	-17.5%	-38.3%	-4.0%	233.9%	46.7%
留存收益	1,776	1,777	1,814	2,063	2,336	归属于母公司净利润	51.2%	-49.2%	-3.5%	276.5%	45.0%
其他	2	(6)	(12)	(12)	(12)	获利能力					
股东权益合计	5,121	5,070	5,069	5,289	5,534	毛利率	8.2%	6.1%	5.8%	6.3%	6.2%
负债和股东权益总计	13,980	13,773	15,358	15,784	16,850	净利率	0.9%	0.3%	0.3%	0.9%	1.1%
						ROE	3.4%	1.6%	1.5%	5.6%	7.7%
						ROIC	4.1%	0.9%	2.3%	4.7%	5.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	63.4%	63.2%	67.0%	66.5%	67.2%
净利润	124	23	45	257	387	净负债率	70.7%	74.4%	91.3%	73.6%	65.3%
折旧摊销	(448)	563	469	520	567	流动比率	0.67	0.56	0.62	0.66	0.73
财务费用	351	280	375	401	398	速动比率	0.60	0.48	0.54	0.56	0.63
投资损失	10	2	(6)	(26)	(79)	营运能力					
营运资金变动	(7)	1,217	(693)	433	(217)	应收账款周转率	118.6	132.1	130.4	129.7	130.1
其它	659	(1,468)	40	20	15	存货周转率	31.6	36.7	35.3	35.2	35.3
经营活动现金流	689	617	231	1,607	1,071	总资产周转率	1.3	1.7	1.9	2.1	2.3
资本支出	674	(901)	(672)	(461)	(327)	每股指标(元)					
长期投资	(181)	32	0	0	0	每股收益	0.20	0.10	0.10	0.37	0.53
其他	(1,507)	482	6	26	79	每股经营现金流	0.88	0.79	0.30	2.06	1.37
投资活动现金流	(1,013)	(387)	(666)	(435)	(248)	每股净资产	6.37	6.36	6.40	6.72	7.07
债权融资	(1,487)	(533)	(30)	13	(6)	估值比率					
股权融资	670	0	0	0	0	市盈率	26.8	52.8	54.8	14.5	10.0
其他	1,899	136	850	(675)	(236)	市净率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	1,082	(397)	820	(663)	(243)	EV/EBITDA	92.7	8.7	8.7	6.4	5.5
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.5	21.1	17.1	10.8	8.8
现金净增加额	758	(167)	385	509	580						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn