

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

兰太实业 (600328)

谨慎推荐 (首次)

感受下游复苏暖意，氯酸钠市场潜力巨大

2009 年 08 月 04 日

现价 10.74 元

陈建文 联络人

021-62481784

Chen j ianwen@pasc.com.cn

蔡大贵 分析师

独到见解

公司做大、做深盐化工产业意愿强烈，随着氯酸钠、双氧水、纯碱等项目有序展开，公司发展将进入一个新的阶段，困扰公司多年的较高管理和销售费用或随着销售规模扩大缓解。

投资要点

1. 食用盐是公司“现金牛”。公司食用盐年产能约为 20 万吨，在现有的食用盐生产和流通体制下，该项业务将保持平稳，较强盈利能力（毛利率 70% 以上）仍将得以持续，但受制运输距离，成长空间不大。

2. 金属钠经营情况有望好转。公司金属钠产能 4.8 万吨，受下游需求低迷影响，开工率偏低，但公司规模及成本优势依然显著。随着今年二季度下游染料生产好转，公司库存消化基本完成，下半年开工率有望由 60% 左右提高到 75% 以上。

3. 氯酸钠为未来业绩看点。公司现有氯酸钠 5 万吨，9 月份将增至 10 万吨，同时江西 5 万吨项目计划于年底投产，配套 15 万吨双氧水将于 10 年下半年投产，公司将形成 15 万吨氯酸钠产能，处于行业龙头地位。氯酸钠在造纸和饮用水方面取代液氯为大势所趋，公司产能释放有较强保障。

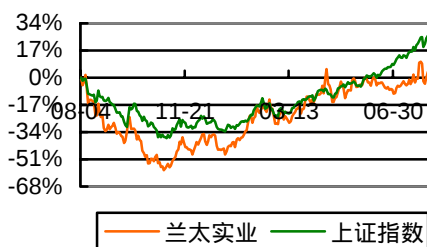
4. 我们预计公司 09~11 年每股盈利分别为 0.24 元、0.33 元、0.41 元，公司估值不低，但考虑公司产品价格有一定弹性，在各细分领域均处龙头地位，首次给予“谨慎推荐”投资评级。

主要数据

行业	基础化工行业
公司代码	600328
公司网址	www.lantaicn.
总股本(万股)	35911.80
流通股(万股)	21859.30
流通市值(百万)	2347.69
每股净资产(元)	2.66
净资产收益率(%)	6.39
总资产负债率(%)	59.74

相关研究报告

行情走势图



风险提示

下游需求回暖受阻、市场竞争加剧、新产能投产及释放不畅。

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	811.58	891.44	1011.70	1098.86	1525.76	1778.21
净利润(百万)	47.24	56.01	55.89	95.90	147.51	185.86
净利润增长率(%)	-25.62	18.56	-0.22	71.58	53.82	26.00
每股盈利(元)	0.16	0.16	0.17	0.24	0.33	0.41
市盈率(倍)	-	-	-	44.75	32.55	26.20

请务必参阅文后免责条款

目 录

一、优越资源条件是公司发展重要依托	3
二、食用盐：平稳发展，扮演“现金牛”角色	4
三、金属钠业务：经营情况有望好转	5
3.1 主要下游为染料，电力成本比重大	5
3.2 产能向我国转移，产业集中度较高	6
3.3 公司是全球最大的金属钠生产企业	7
3.3.1 规模、成本优势难以撼动，产业集聚增强业务稳定性	7
3.3.2 受益纺织复苏，经营情况有望好转	8
四、氯酸钠业务：潜力巨大，未来业绩看点	9
4.1 国际上主要应用于造纸和水处理	9
4.2 供需静态平衡，未来潜力巨大	9
4.3 氯酸钠开工正常，未来产能将有较大提升	11
五、其他事项	11
六、公司估值及投资评	11
七、风险提示	12
7.1 下游需求回升态势受阻	12
7.2 市场竞争加剧	12
7.3 新产能投产及释放不畅	12

一、优越资源条件是公司发展重要依托

内蒙古兰太实业股份有限公司（以下简称“兰太实业”或“公司”）位于内蒙古西南部阿拉善盟境内，拥有吉兰太盐湖资源开采权。吉兰太盐湖是内蒙古最大的内陆盐湖盐含量高、杂质少、盐层埋藏浅，资源优越性无出其右者。公司采用我国机械化程度最高，工艺最先进的挖掘生产线，进一步降低开采成本。

图表1 公司所处地理位置



资料来源：平安证券综合研究所

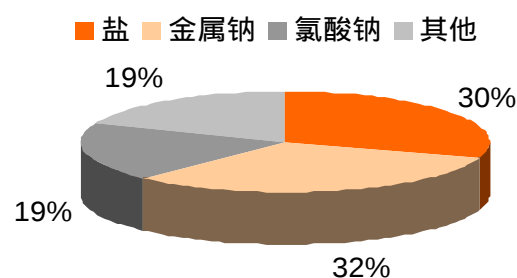
图表2 吉兰太盐湖基本情况

总面积（平方公里）	120
盐层面积（平方公里）	60
平均盐层厚度（米）	3~5
总储量（亿吨）	1.14
氯化钠含量(%)	>96

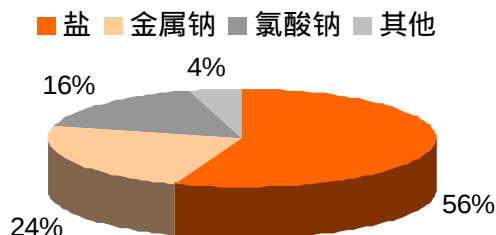
资料来源：平安证券综合研究所

目前公司原盐的产能为150万吨，其中约50万吨自用，加工为食用盐及盐化工深加工产品，其余的原盐主要销售予母公司中盐吉兰泰及其他纯碱厂。与原盐相比，深加工产品具有较高的利润水平，公司主要收入来自于食用盐、金属钠及氯酸钠，前两者占据公司08年主营业务收入的半壁江山，其中食用盐利润贡献突出，以30%主营业务收入贡献56%主营业务利润。未来公司氯酸钠产能将有较大提高，氯酸钠重要性将有较大提高。

图表3 公司主营业务收入构成（08年）



图表4 公司主营业务利润构成（08年）



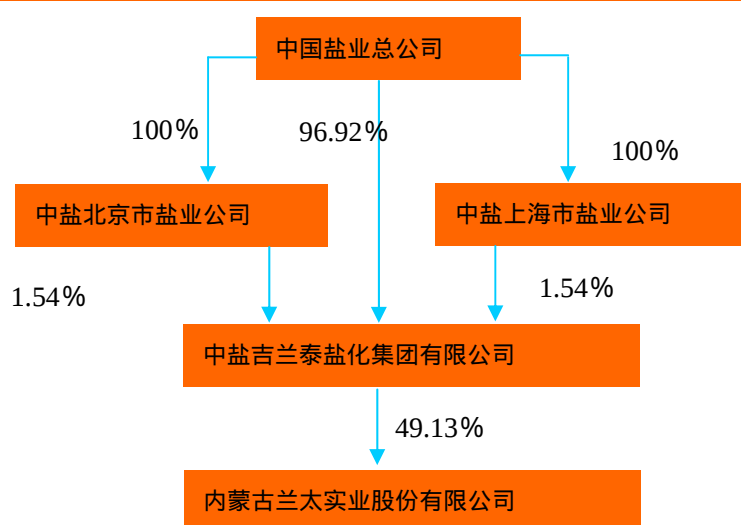
资料来源：公司公告，平安证券综合研究所

二、食用盐：平稳发展，扮演“现金牛”角色

我国食品盐实行“定点加工、计划生产、国家定价”原则，盐业公司居于核心地位，通常由其指定加工企业生产，产品生产完成后运至盐业公司控制的食物盐批发公司，最后通过超市、便利店等零售渠道实现分销。

公司为中国盐业总公司下属公司，从事食用盐生产业务多年，在“定点生产”体制下，公司食用盐生产具有一定的区域垄断地位，面临市场竞争压力不大，目前主要覆盖市场区域包括内蒙古、宁夏、山西、陕西、北京。由于盐资源分布较为广泛，包括盐湖盐、海盐、矿井盐，运输费用对成本影响较大，定点生产商市场受到运输半径制约较为明显，兰太实业食用盐经济半径在500公里以内。因此，如果没有股东单位食品盐资产注入，未来公司食品盐业务仍将处于平稳发展，较强盈利能力也能得以持续，但成长空间有限，食品盐业务是公司名副其实的“现金牛”业务。

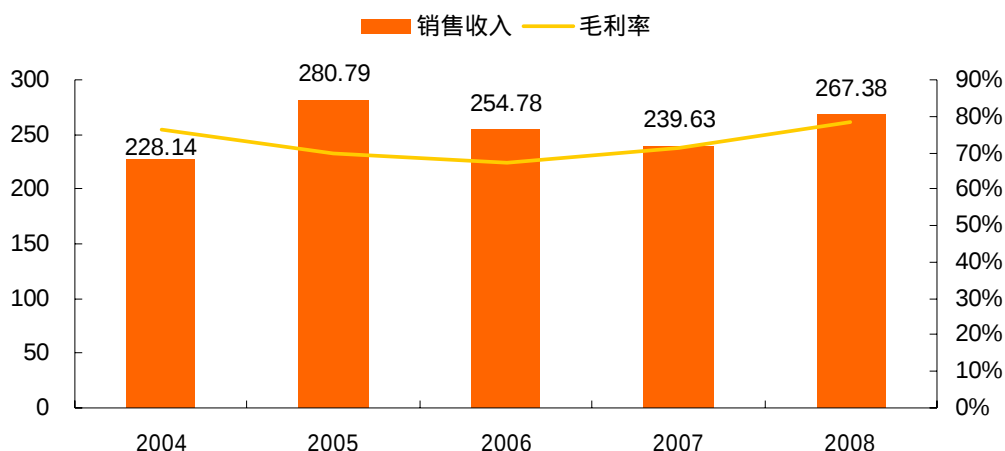
图表5 中国盐业总公司为实际控制人



资料来源：公司公告，平安证券综合研究所

图表6 公司食用盐业务发展平稳

单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券综合研究所

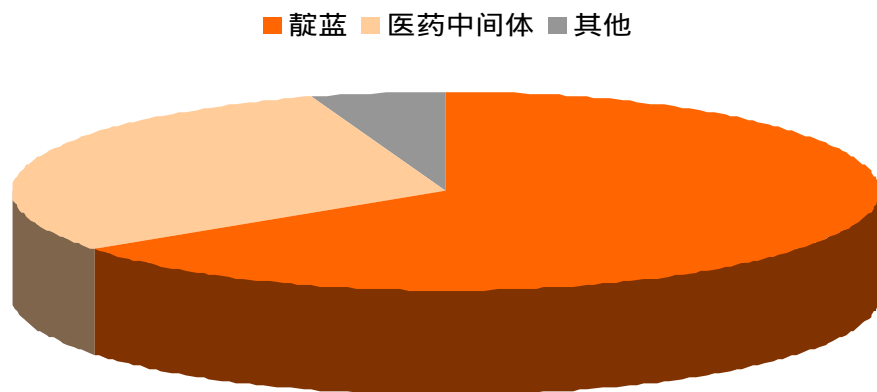
三、金属钠业务：经营情况有望好转

3.1 主要下游为染料，电力消耗较大

金属钠具有很强的还原性,曾经用于抗爆剂 - 四乙基铅的制造。随着铅在汽油禁用，目前金属钠主要应用于靛蓝染料、医药、农药、稀贵金属冶炼、核工业等，其中靛蓝为最主要应用领域，占金属钠消费比重超过60%。

靛蓝在染料工业中属于小品种产品，经历较快增长后，2006年进入调整期，08年受经济危机影响较大，出口下滑较为严重，按照还原性染料行业出口占总产量比重（约为30%）和每吨靛蓝消耗0.46吨金属钠条件估算，靛蓝对金属钠需求市场总量约为3.3万吨，考虑其他行业及出口因素，金属钠的市场规模约为8万吨。总体而言，未来我国靛蓝生产将进入比较平稳的阶段，金属钠市场需求增速或保持在较低水平。

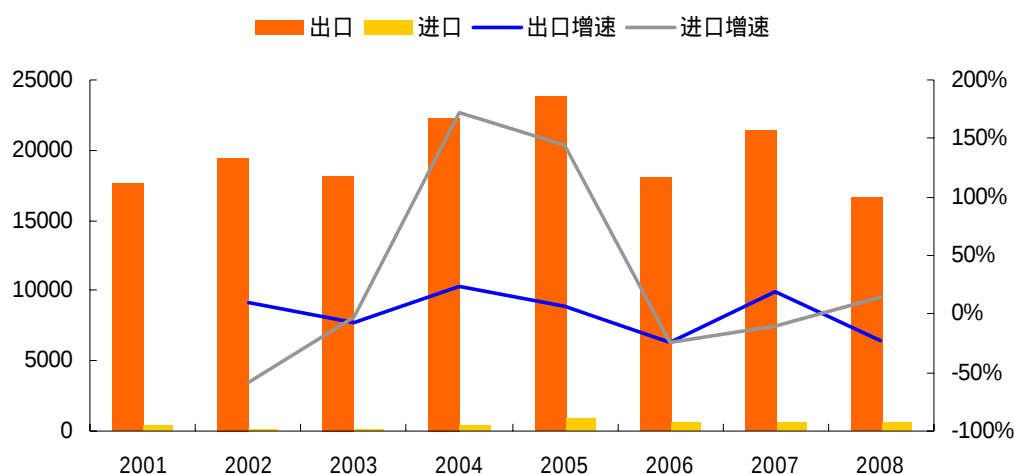
图表7 靛蓝为金属钠最重要的应用领域



资料来源：平安证券综合研究所

图表8 我国靛蓝进出口情况

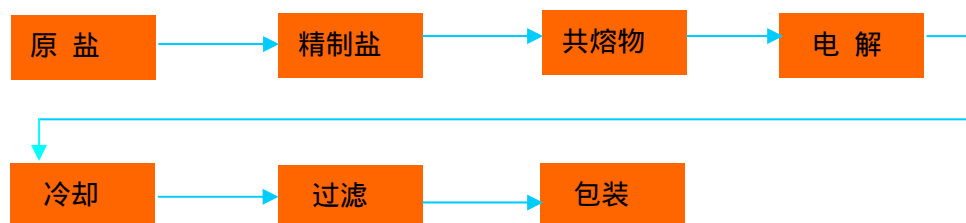
单位：吨



资料来源：中国染料工业统计年鉴，平安证券综合研究所

金属钠主要生产原料是原盐，1吨金属钠需要2.8吨原盐，同时由于电解熔融需要消耗大量的电力，生产1吨金属钠通常消耗1~1.3万度电，电力占生产成本比重超过50%，因此金属钠行业又属于高耗能行业，能否获得较为低廉的能源成为衡量企业竞争力的核心因素之一。

图表9 金属钠生产工艺示意图



资料来源：平安证券综合研究所

3.2 产能向我国转移，产业集中度较高

由于金属钠的高耗能，发达国家纷纷放弃了生产，先前全球行业龙头美国杜邦关闭生产线，法国麻莎大幅缩减规模。在我国，主要金属钠厂家则扩大产能，同时有新竞争者进入，使得全球钠的产能向我国集中，预计目前我国金属钠产能已经超过10万吨，大于市场需求量。

另一方面，由于产品市场空间较为有限，先行进入者具备先发优势，以兰太和新安制钠厂为代表的龙头企业，牢牢占据市场主导地位，二者占据市场份额超过50%，其余厂商规模一般在1万吨以下。目前市场竞争处于较为有序状态，龙头企业有较强的话语权。

图表10 我国金属钠生产厂家列表

公司名称	扩产前产量(万吨)	扩产时间	扩产后产量(万吨)
兰太实业	2.5	2005年	4.8
河南洛阳新安制钠厂	1	2006年	2
银川精鹰精细化工	0.6	未扩产	0.6
银川制钠厂	0.3	未扩产	0.3

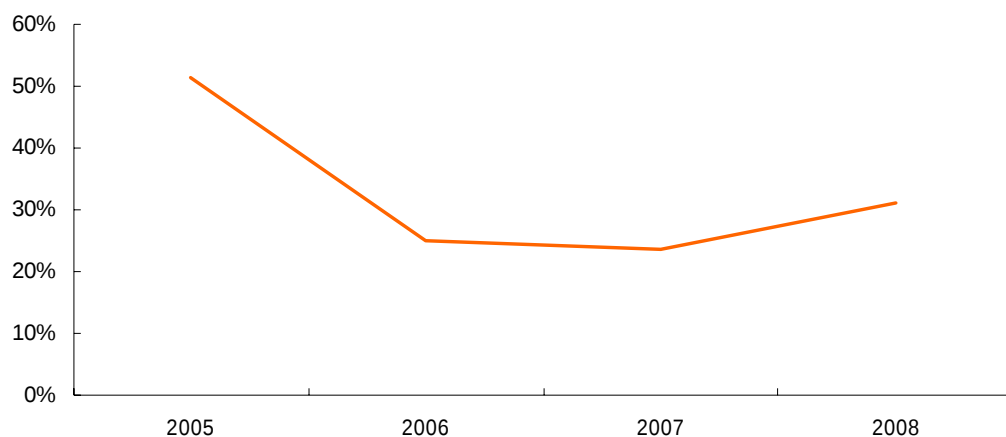
资料来源：平安证券综合研究所

3.3 公司是全球最大的金属钠生产企业

3.3.1 规模、成本优势难以撼动，产业集聚增强业务稳定性

目前公司金属钠的产能已经达到4.8万吨，位居全球第一，远高于排名第二的竞争对手，公司市场地位十分突出。由于对市场有较强把控力，虽然去年下半年以来，下游需求低迷的影响，公司产品价格并未作出较大调整，公司毛利润保持在较好水平。

图表11 公司今年来毛利率变换情况



备注：05 年约 50%毛利是由金属钠价格高企引起；

资料来源：Wind，平安证券综合研究所

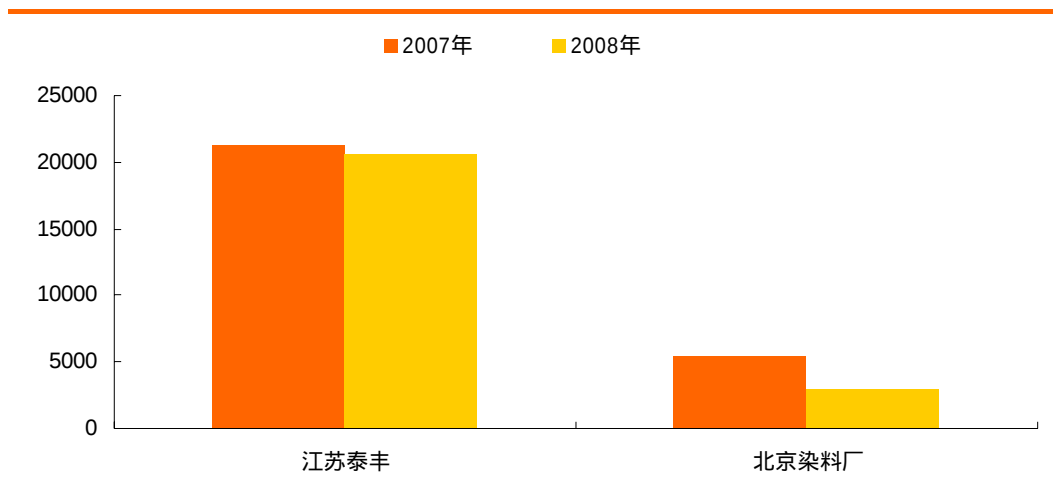
公司构建了完整的金属钠产业链，成本控制能力较强。公司生产所需原盐全部来自于吉兰太盐湖，高质量的盐湖资源十分有利于公司降低物料及能源消耗；公司配有自建电厂，包括氯酸钠所需电力在内，公司电力自给率在80%以上，通常公司自发电成本比外购电力便宜0.1元/度左右，如此一来，公司每吨金属钠成本降低1000多元；公司也是我国最早采用杜邦先进生产设备厂商，经过磨合和消化，公司完全掌握了该生产工艺，在能耗和产品品质方面亦优于对手，公司成为世界上为数不多的几个能够生产高纯钠厂商就是一个证明。

高纯钠利润贡献尚需时日。我国高纯钠下游应用技术尚待提高，公司承当863计划高纯钠生产项目自提供300吨试验用品后，未接到新的订单，但为未来公司占领行业制高点打下良好基础。

我国主要靛蓝厂商悉数进驻阿拉善经济技术开发区，目前我国位列前两位的靛蓝厂商江苏泰丰，北京染料厂已分别在开发区成立内蒙古泰兴泰丰化工有限公司及西北染料有限公司从事靛蓝生产，这两个生产基地与公司近在咫尺，我国靛蓝产业聚集已初具规模。我们认为公司是产业集群直接受益者，业务稳定性大大增强。

图表12 近两年我国主要靛蓝染料厂产量

单位：吨



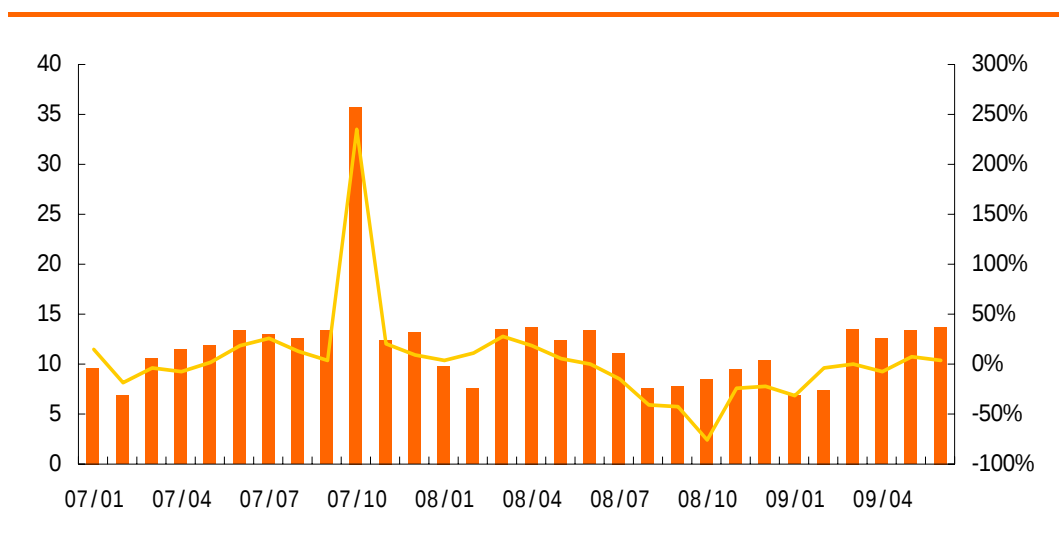
资料来源：中国染料工业年鉴，平安证券综合研究所

3.3.2 受益纺织复苏，经营情况有望好转

由于纺织出口遭遇重挫，我国染料行业深受其害，特别去年四季度下滑严重，今年二季度以来，染料行业启稳的态势明显，今年5、6月份分别同比增长7%和3%，产量接近危机之前水平。公司亦感受其中冷暖，今年一、二季度，公司开工率较低，大概为60%，并有一定库存，二季度虽然开工率没有提升，但库存消化加快，目前库存消化基本完成。我们预计受下游回暖驱动，下半年公司开工率提高到75%以上水平，公司经营情况将逐步好转。

图表13 我国染料行业呈现启稳回升态势

单位：万吨



资料来源：CEIC, 平安证券综合研究所

四、氯酸钠业务：潜力巨大，未来业绩看点

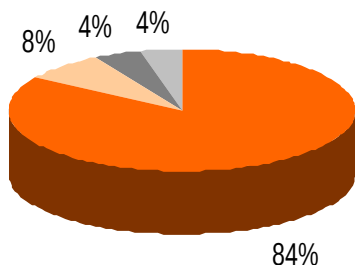
4.1 国际上主要应用于造纸和污水处理

氯酸钠是一种重要的无机化工产品，易溶于水，微溶于乙醇、液氨，有潮性，其氧化性因酸碱性而异，在酸性溶液中具有强氧化作用，在中性或弱碱性溶液中氧化能力很低。在国际上，氯酸钠主要应用于造纸和饮用水处理，如北美98%氯酸钠用于纸浆和造纸，我国氯酸钠早期主要作为烟花原料，目前造纸、消毒剂正逐步扩大。

氯酸钠制备方法分为化学法和电解法，由于化学法生产工艺长、操作难度大、占地面积大，成本高等原因，已经停止使用，国内外普遍采用的是电解法。

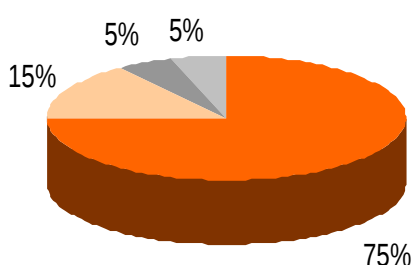
图表14 国际上氯酸钠消费结构

■ 造纸、水处理 ■ 氯酸盐 ■ 除草剂 ■ 铀矿及其他



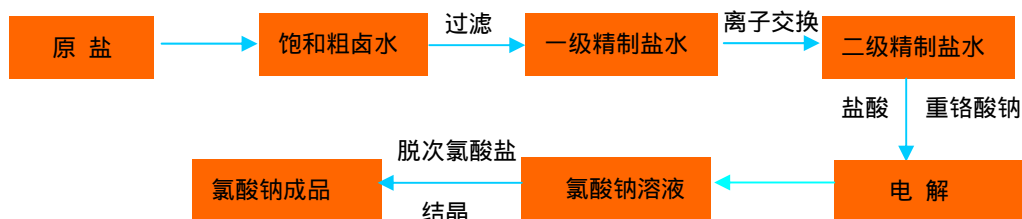
图表15 我国氯酸钠消费结构

■ 高氯酸盐 ■ 亚氯酸盐 ■ 氧化剂 ■ 矿业、医药等



资料来源：平安证券综合研究所

图表16 电解法工艺示意图



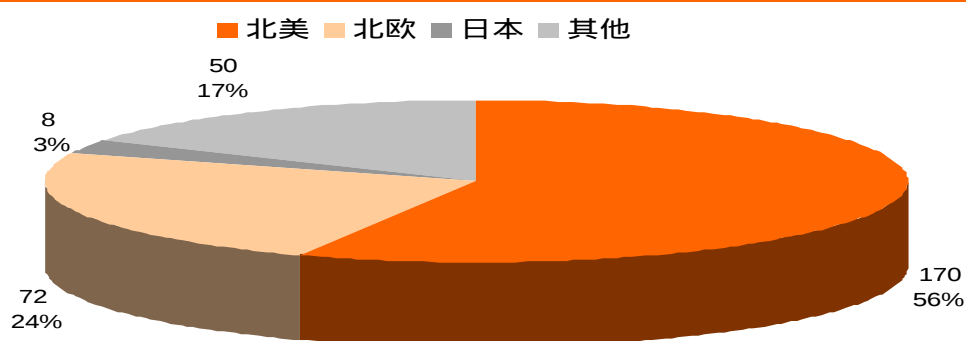
资料来源：平安证券综合研究所

4.2 供需静态平衡，未来潜力巨大

全世界氯酸钠的市场规模约为300万吨，北美是主要产销区，产量约为170万吨，并且仍需由进口满足国内需求。在我国氯酸钠消费量处于较快增长，2003年我国氯酸钠消费量为6.17万吨，到2007年国内消费约为27万吨，目前行业厂家10余家，产能约为30万吨，供需基本处于静态平衡。

图表17 全球氯酸钠生产格局

单位：万吨



资料来源：平安证券综合研究所

传统液氯作为消毒剂或者纸张漂白剂最大问题为环保问题，其在水中产生三氯甲烷、二恶英、氯酚等致癌物质，并且在性能上逊色于氯酸钠、臭氧等，在欧、美发达国家，已经通过立法禁止液氯在造纸漂白和饮用水领域的应用。由氯酸钠制备的二氧化氯凭借优越的性能倍受推崇，成为液氯替代品，它是目前国际公认的高效、低毒、快速、广谱的第四代新型灭菌消毒剂，同时得到联合国世界卫生组织认可。

图表18 造纸工业上氯酸钠性能优于液氯

项目	氯酸钠	液氯
致癌物	不产生	产生
微生物抗药性	-	有
纤维强度	不影响	减弱
纸浆织物白度	85 °	75 °
潮湿空气稳定性	不发黄	发黄

资料来源：平安证券综合研究所

图表19 三种饮用水消毒剂比较

项目	液氯	氯酸钠	臭氧
致癌物	产生	不产生	不产生
投资额	小	小	较大
消毒效果	较差	较好	较好
氧化性	较弱	较强	强
持久性	较好	较好	较差

资料来源：平安证券综合研究所

出于成本考虑，目前我国饮用水和纸张漂白仍主要采用液氯，但二氧化氯替代液氯已是大势所趋。2007年发改委公布的《造纸行业发展政策》中鼓励采用无元素氯或全无氯漂白技术，饮用水方面，部分地区采用二氧化氯，我国氯酸钠未来发展潜力不容小觑。

4.3 氯酸钠开工正常，未来产能将有较大提升

目前公司氯酸钠开工正常，产能利用率较为充分，但价格有所调低，由去年的约3000元/吨下降至2800元/吨。

08年公司投资兴建年产5万吨氯酸钠项目处于试车阶段，预计今年9月份投产，同时占有51%权益的中盐江西南太化工有限公司项目正在紧张施工中，预计9月份后试车并于年底投产，到今年年底公司氯酸钠产能将提高至15万吨，成为我国最大的氯酸钠生产商，占我国氯酸钠产能的比重接近50%。为了利用氯酸钠副产物氢气，公司江西项目配套建设15万吨/年双氧水项目，预计10年下半年投产。

五、其他事项

海藻开发项目减值计提完毕。公司海藻开发项目由于产品未获得食品药品监管当局批准失败告终，自去年计提2600多万减值损失后，该项目对公司负面影响基本消除。

青海昆仑碱业的纯碱项目短期对业绩无贡献。公司百万吨纯碱项目目前处于筹备阶段，未来公司在该项目权益将24%增加至51%，但据公司估计2011年下半年才可能投产，短期内对公司业绩贡献不大。

图表20 公司主要参股和控股公司

公司名称	持股比率	主营业务
内蒙古阿拉善兰太进出口贸易有限公司	95%	进出口
内蒙古兰太药业有限责任公司	100%	药品、保健品生产和销售
中国海洋大学兰太药业有限责任公司	74%	药品、保健品生产和销售
阿拉善盟兰峰化工有限责任公司	74%	原甲酸三甲酯、甲醇钠生产和销售
中盐江西南太化工有限公司	51%	氯酸钠、双氧水的生产
内蒙古兰太资源开发有限责任公司	100%	能源开采
青海昆仑碱业有限公司	24%	纯碱生产

资料来源：公司公告，平安证券综合研究所

六、公司估值及投资评

我们预计公司09~11年EPS分别为0.24元，0.33元，0.41元，目前公司股价不低，鉴于公司产品价格有一定弹性，且在各细分领域均处于龙头地位，首次给予“谨慎推荐”的投资评级。

图表21 公司收入及毛利润预测表

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
金属钠	产能（万吨）	4.8	4.80	4.80
	产量（万吨）	-	3.60	4.32
	单价（元/吨）	-	12000	13000
	销售收入（百万元）	285.77	432.00	561.60
	销售成本（百万元）	196.96	302.40	393.12
盐	产能（吨）	20	20	20
	产量（吨）	20	20	20
	单价（元/吨）	-	-	-
	销售收入（百万元）	267.38	267.38	267.38
	销售成本（百万元）	58.46	66.85	66.85
氯酸钠	产能（万吨）	5.00	10.00	15.00
	产量（万吨）	-	5.50	12.00
	单价（元/吨）	-	2800	2900
	销售收入（百万元）	169.75	154.00	348.00
	销售成本（百万元）	107.98	103.18	243.60
双氧水	产能（万吨）	0.00	0.00	15.00
	产量（万吨）	0.00	0.00	5.25
	单价（元/吨）	0.00	0.00	1500.00
	销售收入（百万元）	0.00	0.00	78.75
	销售成本（百万元）	0.00	0.00	55.13
其他	销售收入（百万元）	288.80	245.48	270.03
	销售成本（百万元）	236.78	206.20	222.77
合计	销售收入（百万元）	1011.7	1098.86	1525.76
	销售成本（百万元）	600.18	678.63	981.46
	综合毛利率	40.68%	38.24%	35.67%

资料来源：平安证券综合研究所

七、风险提示

7.1 下游需求回升态势受阻

自二季度以来，公司金属钠需求呈现回升态势，经营情况好转，但如果下游需求回升情况发生变化，金属钠需求将再次步入低迷，从而遏制公司向好势头。

7.2 市场竞争加剧

目前公司为细分产品的龙头，毛利润水平较好，未来如新竞争者进入，产能较快扩张将导致市场竞争加剧，削弱公司盈利能力。

7.3 新产能投产及释放不畅

我们假设公司新产能如期投产，并且逐步被市场消化，如果二者出现低于预期情况，公司业绩将受到影响。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257