

内蒙君正(601216)新股定价

—— 资源禀赋铸就氯碱化工新贵

基本化学原料制造业

定价区间
26.60—33.25 元

发布时间：2011 年 2 月 21 日

投资要点:

- 公司主营产品包括电力、电石、硅铁、聚氯乙烯(PVC)树脂、烧碱等。公司属于国内较少的完整拥有“煤-电-氯碱化工”及“煤-电-特色冶金”一体化产业链的循环经济企业，受益西部大开发政策，实现内蒙地区资源和能源的就地转化。
- 近十年来全球聚氯乙烯树脂产能年复合增长率达 4.6%，亚太地区产能增幅较大，新增部分主要集中在日本、韩国、中国大陆和中国台湾。2003 年至 2007 年，我国国内生产总值（GDP）保持了 10%以上的年增长率，PVC 下游主要消费领域建筑行业更是连续五年保持了 15%以上的高增速，促进了 PVC 需求的增加。2009 年，国内 PVC 表观消费量超过 1,054.90 万吨，已是全球最大的消费市场。
- 公司资源和能源铸就的成本优势明显。公司有自备电厂和电石装置降低交易成本；收购、参股方式获得煤炭、石灰石资源，煤炭储量 28 亿吨。密闭电石炉联产白灰生产技术大幅提升效率，2010 年产能利用率达 115%，生产成本比行业平均减少 300 元/吨。电厂混烧煤矸石、电石渣制水泥、电石炉尾气回收等资源综合利用实践循环经济。
- 本次募集资金拟投资年产 40 万吨/年 PVC 和 28 万吨/年离子膜烧碱项目。项目投产后公司 PVC 产能达到 45.5 万吨/年、烧碱产能 32 万吨/年。2010 年 1 月，公司本次募集资金项目部分建成并投入生产，公司 PVC 产能达到 32 万吨，烧碱产能达到 24 万吨。2010 年度，PVC 产量已达到 26.73 万吨，产销率达到 97.99%，未出现滞销情形。
- 我们选择与公司盈利能力和区域优势较接近的对比分析，主要可比公司的 2011 年动态市盈率均值为 21 倍。预计公司 2010-2013 年 EPS 分别为 0.76、1.33、1.74 和 2.37 元，由于公司的产品综合毛利率高于同行，ROE 高于同类上市公司，给予公司 2011 年 20-25 倍 PE，公司合理估值区间为 26.60~33.25 元/股。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	2,800.12	115.70	485.98	216.39	0.76			
2011E	4,335.68	54.84%	848.04	74.50%	1.33			
2012E	5,580.82	28.72%	1,116.56	31.66%	1.74			
2013E	7,468.23	33.82%	1,517.99	35.95%	2.37			

发行数据

2010 年

发行前股本（万股）	52,000
发行数量（万股）	12,000
发行价格（元）	25.00
发行前 EPS（元）	0.93
发行后 EPS（元）	0.76
发行前每股净资产（元）	2.92
发行日期	2011-2-10
上市日期	2011-2-22
主承销商	国信证券

分析师：钦琛

执业证书编号：S0550511010010

TEL: (8621)6337 4944

FAX: (8621)6337 3209

Email: qinc@nesc.cn

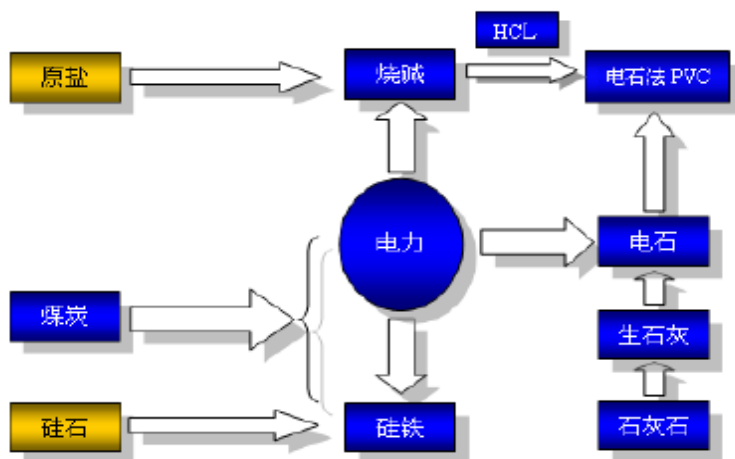
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、公司概况

公司(包括子公司)主营产品包括电力、电石、硅铁、聚氯乙烯(PVC)树脂、烧碱等。公司属于国内较少的完整拥有“煤-电-氯碱化工”及“煤-电-特色冶金”一体化产业链的循环经济企业，受益西部大开发政策，实现内蒙地区资源和能源的就地转化。

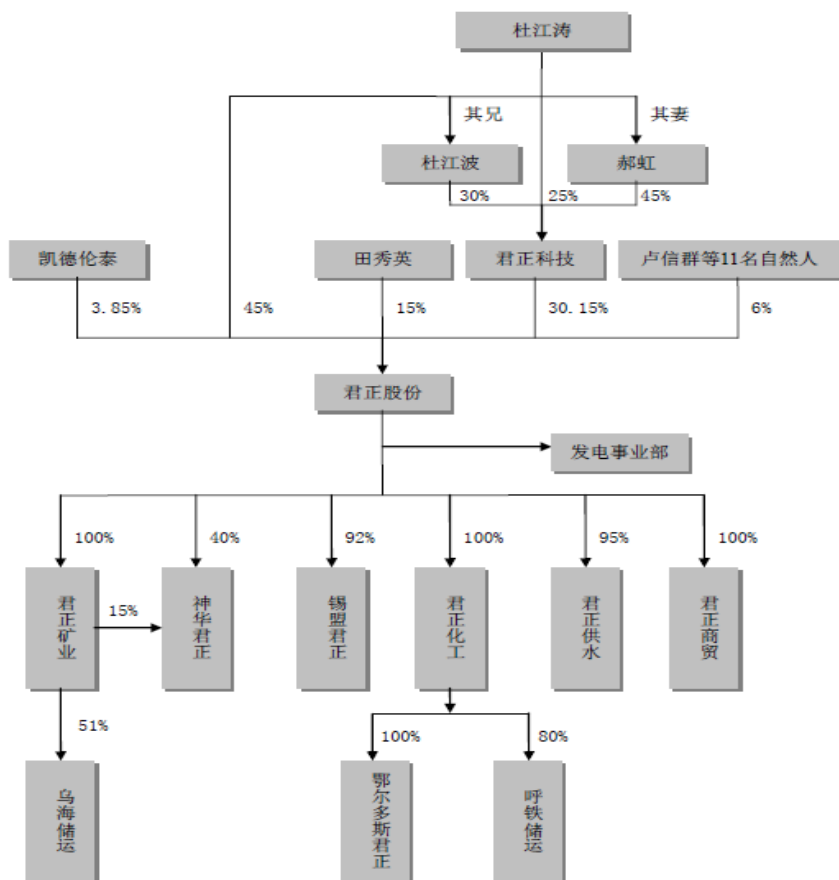
图1 公司产业结构



资料来源：公司公告、东北证券

公司的实际控制人为杜江涛。杜江涛直接持有和间接控制公司股份 39,082 万股,占公司股份总数的 75.15%。其中: 杜江涛直接持有公司 23,400 万股, 占公司总股本的 45.00%; 杜江涛通过君正科技间接持有公司 15,682 万股, 占公司总股本的 30.15%。

图2 发行人的股权结构图



资料来源：公司公告、东北证券

二、行业概述

2.1 聚氯乙烯 (PVC)

PVC 是世界五大通用材料之一，全球总产量仅次于聚乙烯而居塑料产量第二位。PVC 因其优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性、质轻、强度高且易于加工的优点，被广泛应用于工业、农业、建筑、电子、医疗、汽车等领域，成为应用领域最广的塑料品种，在国民经济中占据重要地位。

PVC 是由氯乙烯单体(VCM)聚合而成。目前氯乙烯单体的生产主要有两种原料路线：以石油乙烯为原料的乙烯氧氯化法，称为石油路线；由乙炔和氯化氢合成 VCM 单体，乙炔来自电石，称为电石路线。石油路线在西欧、北美、中东等地区应用广泛，电石路线则在中国发展较快。基于我国“富煤贫油”的资源结构以及电石的生产工艺技术相对成熟等特点，在资源丰富的西部地区发展电石法 PVC 是国内氯碱产业发展的必然选择。2008 年末电石法生产聚氯乙烯树脂的装置产能占国内聚氯乙烯树脂总产能已经接近 75% 的水平。

PVC 市场基本属于完全竞争市场，产品差异较小，行业集中度不高。在全球市场上，PVC 生产与开发能力较强的企业主要有：日本信越(ShinEtsu)、台塑集团(FPC)、美国 OXYCHEM 公司、韩国 LG 等少数巨头，它们凭借领先的综合研发和规模优势占据了国际 PVC 市场的大部分份额。根据 Cmwint 化工网统计，前十大 PVC 生产企业的产能超过全球产能的 40%。

近十年来全球聚氯乙烯树脂产能年复合增长率达 4.6%，1992 年世界 PVC 产能为 2200 万吨，2002 年 PVC 产能达到 3400 万吨，2005 年世界 PVC 产能上升到 3900 万吨，预计到 2010 年世界 PVC 产能约为 4300 万吨。全球 PVC 产能主要集中在亚太、北美和西欧地区，2005 年三个地区产能合计占全球产能的 80% 以上。目前，西欧产能正在逐步收缩；北美产能有扩大的趋势，但是增长幅度较小；亚太地区产能增幅较大，新增部分主要集中在日本、韩国、中国大陆和中国台湾。

根据中国氯碱工业协会统计，2009 年我国 PVC 生产厂家已经超过 100 家，产能位列全国前十位企业的总生产能力接近全国总产能的三分之一，合计产量达 916 万吨，是世界第一 PVC 生产大国。

表 1 2009 年中国聚氯乙烯产能前十位企业

企业	产能(万吨)	工艺路线	所属区域
天津大沽化工股份有限公司	80	混合法	华北
新疆天业股份有限公司	72	电石法	西北
中国石化股份有限公司齐鲁分公司	60	乙烯法	华北
四川宜宾天原集团股份有限公司	50	电石法	西南
内蒙古亿利化学工业有限公司	50	电石法	华北
新疆中泰化学股份有限公司	50	电石法	西北
上海氯碱化工股份有限公司	48	乙烯法	华东
中国平煤神马能源化工集团	45	电石法	华中
山西榆社化工股份有限公司	42	电石法	华北
河南昊华宇航化工有限责任公司	40	电石法	华中
天津乐金大沽化学有限公司	40	乙烯法	华北
浙江台塑工业(宁波)有限公司	40	乙烯法	华东
总计	617		

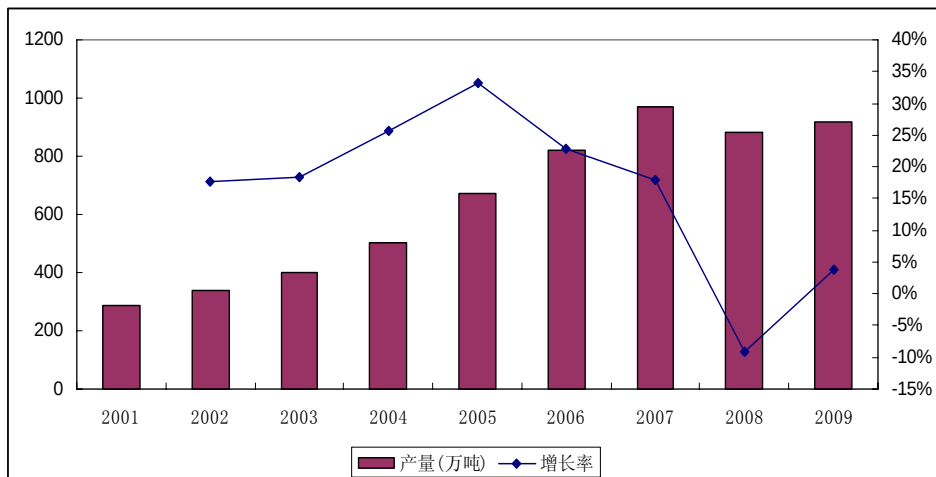
资料来源：公司公告、东北证券

全球 PVC 消费集中于亚太、北美和西欧地区。近几年，由于中国、印度经济持续高速增长，对塑料制品需求增长较快，带动亚太地区 PVC 消费量持续上升。亚太地区消费主要集中在中国大陆、印度和日本。

根据中国氯碱工业协会统计，1995 年到 2002 年，我国 PVC 表观消费量由 187 万吨升至 557.5 万吨，年均增长率 22.2%，成为全球 PVC 消费增长最快的国家。2003 年至 2007 年，我国国内生产总值（GDP）保持了 10% 以上的年增长率，PVC 下游主要消费领域建

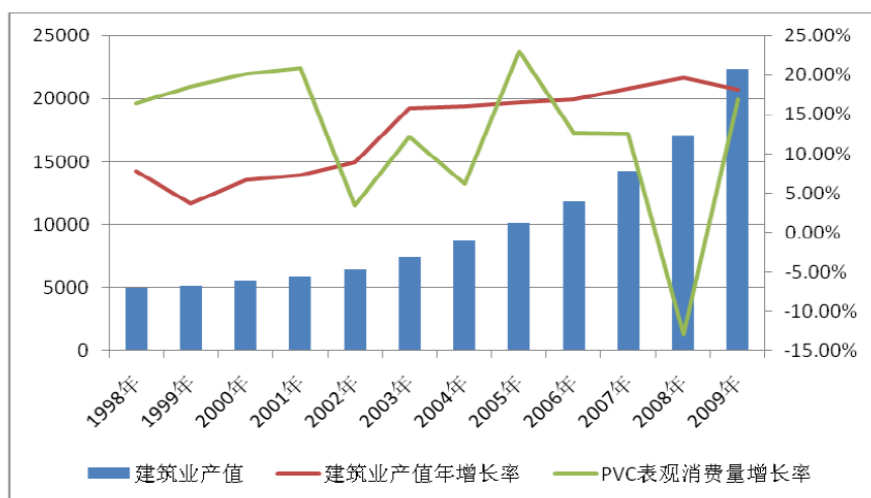
筑行业更是连续五年保持了 15% 以上的高增速，促进了 PVC 需求的增加。2009 年，国内 PVC 表观消费量超过 1,054.90 万吨，已是全球最大的消费市场。

图3 2001年-2009年我国PVC产量和增长率



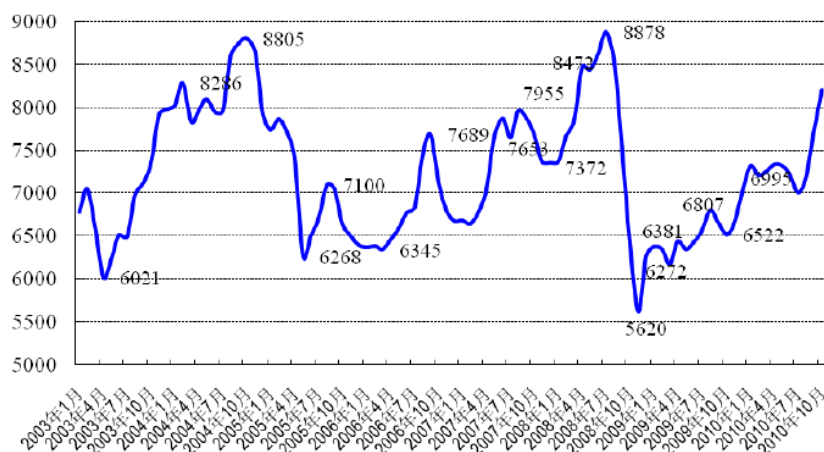
资料来源：公司公告、东北证券

图4 1998年~2009年PVC表观消费量变化与建筑行业产值变化比较



资料来源：公司公告、东北证券

图5 2003年-2010年10月国内PVC均价(元/吨, 含税)变化

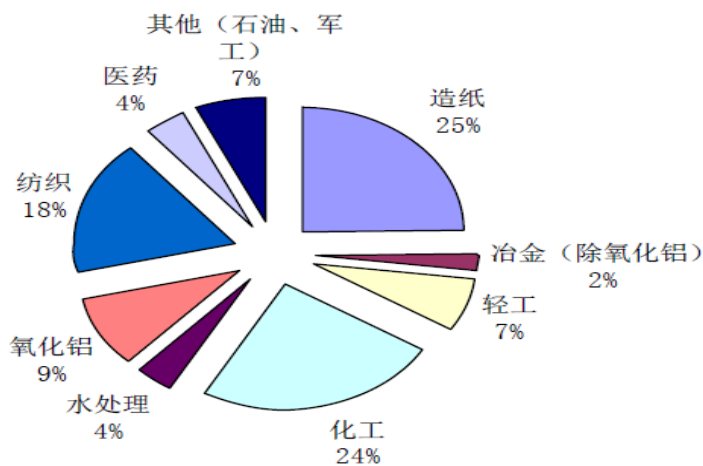


资料来源: 公司公告、东北证券

2.2 烧碱

烧碱 (NaOH) 是一种重要的基础化工原料, 从形态上可分为液碱和片碱 (也称“固碱”) 两种, 而从氢氧化钠质量分数上又可分为各种浓度的液碱和片碱。烧碱下游应用领域较为广泛, 除化学用途外, 主要用于造纸、氧化铝、纺织等行业。

图6 2008年我国烧碱消费结构



资料来源: 公司公告、东北证券

目前, 国内烧碱生产工艺主要有离子膜法和隔膜法。根据中国氯碱网统计, 国内现有的烧碱产能中, 隔膜法约占 44%, 离子膜法占 56%。相比隔膜法, 离子膜法生产的液碱浓度更高, 且能耗较低。在烧碱的应用领域里, 合成纤维、医药、水处理及石油化工等行业需要高纯烧碱, 而造纸、冶金、玻璃、肥皂、化学品等行业不需要高纯烧碱, 隔

膜法烧碱就能够满足要求。公司现有烧碱装置生产工艺为隔膜法，生产 30%隔膜液碱及 96%片碱。

根据中国石油和化学工业协会的统计，全球目前共有 500 多家氯碱企业，其中近半数在亚洲，且规模普遍偏小。除亚洲外，全球氯碱生产主要集中于若干大型跨国公司，其中 11 家最大氯碱企业烧碱产能占世界总产能的 37.4%。陶氏化学、西方化学、PPG 工业、奥林和台塑 5 家烧碱公司占美国总产能的 79%，苏威、英力士氯业和拜耳等 10 家公司的烧碱产能占西欧总产能的 77%。

根据中国氯碱工业协会统计，我国有 200 余家烧碱生产企业，但行业集中度较低，截至 2009 年末，行业前十名企业生产能力仅占全国总产能的 18.84%。我国的烧碱产品目前整体供需平衡，但是地区间竞争情况差异较大。烧碱的主产区分布在华北、华东地区，由于液碱受运输半径限制，因此东部地区、北方地区液碱产品竞争较激烈。片碱运输半径较大，东部市场面临着本地企业的液碱与西部企业进入的片碱之间的竞争。

2009 年全国前十大烧碱生产企业合计产能达到 526 万吨，占全国总产能的 18.84%。

表 2 2009 年中国烧碱产能前十位企业

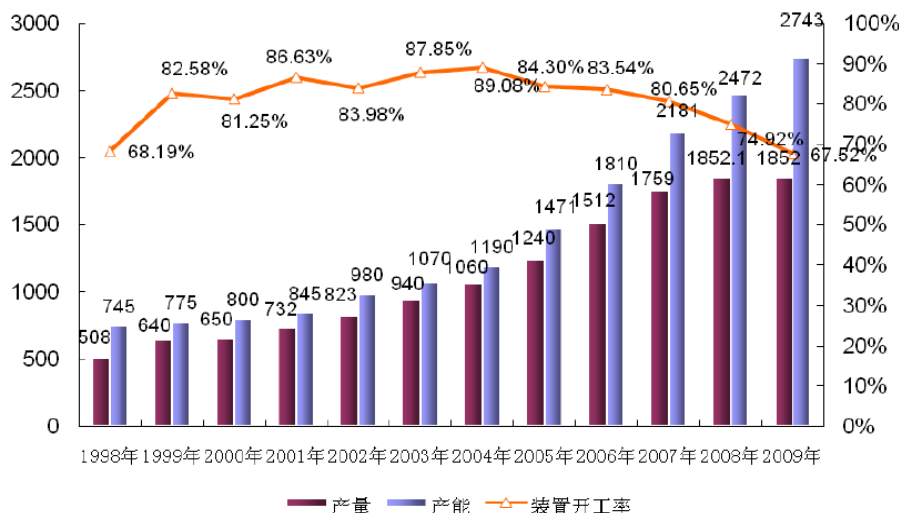
单位名称	产能(万吨)
上海氯碱化工股份有限公司	81
天津大沽化工股份有限公司	56
新疆天业股份有限公司	56
山东海力化工有限公司	52
浙江巨化股份有限公司	51
山东信发化工有限公司	50
四川宜宾天原集团股份有限公司	45
河南神马氯碱化工股份有限公司	45
山东齐鲁石化氯碱厂	45
泰兴新浦化学工业有限公司	45

资料来源：公司公告、东北证券

全球烧碱消费集中于亚洲、北美和西欧，其中，亚洲是烧碱消费增长率最快的区域，年增长率超过 4.3%。截止 2007 年末，中国烧碱消费已占全球消费总量的 24%，与北美地区并列成为全球最大的烧碱消费市场。

我国烧碱表观消费量快速增长，近五年平均增速达到 10.66%，2009 年表观消费量达到 1,741.7 万吨，下游主要消费领域均保持了高速增长，如氧化铝产量较 2006 年增长 46.7%，化学农药原药产量较 2006 年增长 24.3%，新闻纸产量较 2006 年增长 18%，合成洗涤剂较 2006 年增长 11.7%。未来几年在下游造纸、纺织、化工、医药、氧化铝、电力、石油等行业需求稳定增长带动下，国内烧碱需求仍将保持稳步增长。

图7 1998-2009年我国烧碱产能、产量、产能利用率走势



资料来源：公司公告、东北证券

图8 2003年-2010年10月国内30%隔膜烧碱价格(元/吨，含税)走势



资料来源：公司公告、东北证券

2.3 电石

电石是重要的基本化工材料，化学名称为碳化钙(CaC_2)，电石有化工“基石”之称。以其为原料可以合成一系列有机化合物，广泛应用于有机合成领域，另外，电石还可用于金属切割与焊接、钢铁脱硫等。电石是电石法生产PVC的主要原料。

我国电石生产企业众多，规模普遍不大，产业集中度较低。根据中国电石工业协会

的统计，2006 年，国内电石产量超过 10 万吨的企业仅有 15 家。2007 年，全国电石产量为 1,482 万吨，从事电石生产的企业有 426 家，平均产量 3.48 万吨。近几年来，随着国家产业调控政策的实施和行业准入标准的施行，电石行业过度竞争的局面得到了一定的改善，产能逐步向具备成本、规模优势的企业集中。

电石产品属于大宗化工基础原料，产品质量和性能差异较小，近年来国内市场一直供大于求，因此，电石产品的竞争主要体现在成本和对下游渠道的开发两方面。生产电石的主要原料是兰炭和白灰，主要能源为电力，电力成本占电石成本的 60%以上。

表 3 2009 年中国电石产能前十位企业

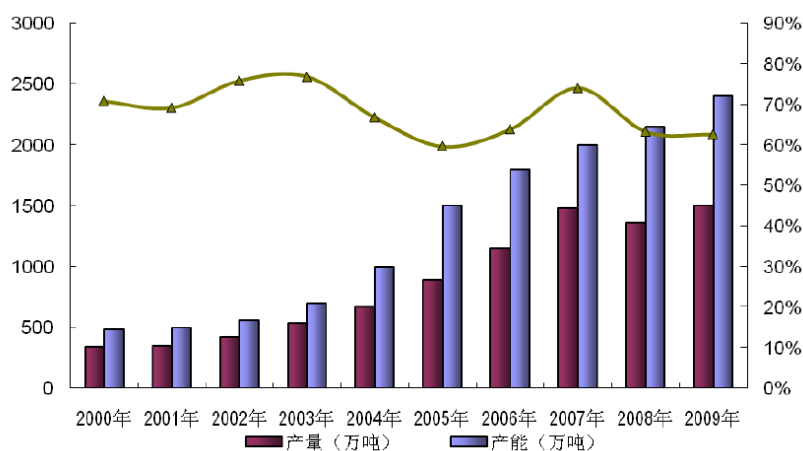
公司名称	产能（万吨）
新疆天业股份公司石河子化工厂	100
四川宜宾天原	62
内蒙古宜化（原海吉氯碱）	60
西部氯碱	52
内蒙古白雁湖化工股份有限公司	45
宁夏大地冶金化工有限公司	45
山东茌平信发集团	40
广西田东锦盛	40
内蒙古君正化工	25
宁夏金昱元化工集团有限公司	20

资料来源：公司公告、东北证券

根据中国氯碱工业协会统计，2009 年我国电石产能 2,400 万吨，产量 1,503 万吨，是全球最大的电石生产国和消费国。

我国电石资源丰富，主产区分布在发电能力集中、石灰石和兰炭、焦炭等资源丰富的华北、西北和西南三个地区，合计产量占国内总产量的 90%以上。华北地区又以内蒙古和山西电石产量最大，合计占全国总产量的 46%。2000 年-2009 年国内电石产能、产量变化情况

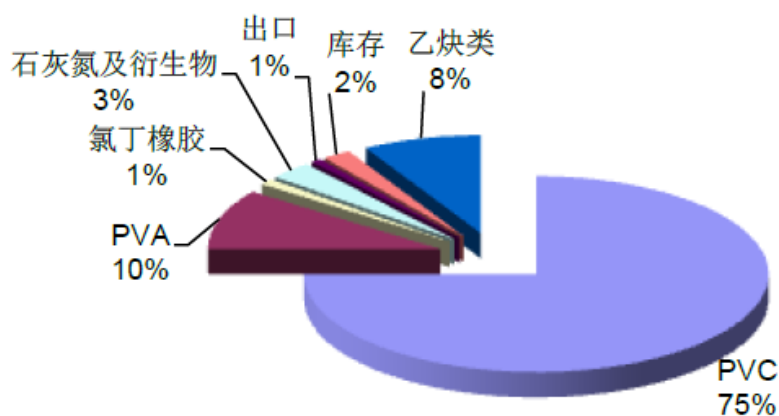
图9 2000年-2009年国内电石产能、产量变化情况



资料来源：公司公告、东北证券

电石的下游产品主要包括：PVC、聚乙烯醇（PVA）、氯丁橡胶、石灰氮、乙炔炭黑、硫脲、多菌灵、胍类产品和溶解乙炔等。我国是全球 PVC 产量增长幅度最快的国家，2001-2007 年始终保持 20% 左右快速增长。虽 2008 年 PVC 产量受金融危机影响有所下滑，但 2009 年产量再次恢复增长。2007-2009 年我国聚氯乙烯产量为 972 万吨、882 万吨、916 万吨，按照生产 1 吨 PVC 需要消耗 1.5 吨电石计算，分别消耗电石 1,457 万吨、1,323 万吨、1,374 万吨。据预计 2010 年 PVC 国内产量将达到 1,100 万吨，其中 900 万吨为电石料，消耗电石将达 1,300 余万吨。国内电石法 PVC 装置的高速增长以及其对国内电石需求量的迅速增多将支持国内电石行业的持续发展。

图10 国内电石下游需求分布



资料来源：公司公告、东北证券

2.4 硅铁

硅铁是以焦炭（兰炭）、钢屑和硅石为原料，用电炉冶炼而成。其主要用途是炼钢的脱氧剂和合金剂、铸铁的孕育剂和球化剂，此外还广泛应用于金属镁和化工等行业。

国内硅铁冶炼企业众多，但年产 10 万吨以上的大型企业较少，行业集中度较低。由于产品差异不大，因此硅铁生产企业之间的竞争主要体现在成本控制方面。通过向上游煤、电领域延伸产业链，解决了资源和能源供应瓶颈的企业，将受益于低成本而在竞争中占据优势。除公司外，国内年产 10 万吨以上的大型硅铁生产企业还包括鄂尔多斯电力冶金公司、青海华电铁合金股份有限公司、甘肃腾达西北铁合金公司等。

中国是全球最大的硅铁市场，根据中国铁合金工业协会统计，2007 年，国内硅铁产量 470 万吨，约占全球硅铁总产量的 53%。国内硅铁企业目前产能主要是 2005 年之前形成的，据统计，2005 年我国硅铁产能为 550 万吨，硅铁生产企业达 1,500 家。但是 2005 年后由于我国能源持续紧张，对高耗能行业实行差别电价，对于环保不达标的企业限产或停产，国内产能略有下降，原来硅铁市场供过于求时期的库存基本被消化以后，2008 年硅铁市场开始出现供不应求的局面。

钢铁行业是硅铁行业最主要的消费下游。生产一吨粗钢约需消耗 5 公斤硅铁，占吨钢生产成本的比例不到 1%，因此硅铁价格的变动对钢铁企业成本影响并不明显。英国 CRU 国际分析公司预计，在 2010 年以前，世界粗钢产量将增加 2.62 亿吨，即在 2005 ~ 2010 年间，世界粗钢平均增长速度为 4.30%。在 2010 年前，以中国为主导的亚洲将会增加 2.03 亿吨钢产量。

三、公司竞争优势

1、成本优势

公司有自备电厂和电石装置降低交易成本；收购、参股方式获得煤炭、石灰石资源，煤炭储量 28 亿吨。

2、区域优势

公司地处内蒙古自治区西部资源重镇乌海市，乌海意即“乌金之海”，以其丰富的煤炭资源著称。公司周边资源十分富足，储有煤炭、铁、硅、石灰石、石膏、耐火粘土（煤系硬质高岭土）等 30 多种金属、非金属矿藏。具有运距短、易开采、相对集中，价格低廉等特点，有利于资源的就地转换。

3、技术优势

密闭电石炉联产白灰生产技术大幅提升效率，2010 年产能利用率达 115%，生产成本比行业平均减少 300 元/吨。电厂混烧煤矸石、电石渣制水泥、电石炉尾气回收等资源综合利用实践循环经济。

四、财务状况

表 4 财务指标

		2008	2009	2010
盈利能力	ROE	20.36%	12.21%	30.09%
	毛利率	27.52%	25.22%	32.58%
偿债能力	流动比率	0.77	0.56	1.52
	速动比率	0.64	0.44	1.07
营运能力	存货周转率	9.48	8.51	9.80
	应收账款周转率	24.09	15.19	53.93
成长能力	每股经营活动现金流	0.28	0.19	0.51
	净利润增长率	—	-27%	216.48%
	EPS	0.34	0.24	0.87

资料来源：公司公告，东北证券

五、募集资金投向

本次募集资金拟投资年产 40 万吨/年 PVC 和 28 万吨/年离子膜烧碱项目。项目投产后公司 PVC 产能达到 45.5 万吨/年、烧碱产能 32 万吨/年。

2010 年 1 月，公司本次募集资金项目部分建成并投入生产，公司 PVC 产能达到 32 万吨，烧碱产能达到 24 万吨。2010 年度，PVC 产量已达到 26.73 万吨，产销率达到 97.99%，未出现滞销情形。

六、盈利预测与估值

目前证券市场的氯碱化工公司较多，我们选择与公司盈利能力和区域优势较接近的对比分析，主要可比公司的 2011 年动态市盈率均值为 21 倍。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.33、1.74 和 2.37 元，由于公司的产品综合毛利率高于同行，ROE 高于同类上市公司，给予公司 2011 年 20-25 倍 PE，公司合理估值区间为 26.60~33.25 元/股。

表 5 公司利润预测表

	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入(百万元)	2,800.12	4,335.68	5,580.82	7,468.23
减：主营业务成本	1,887.72	2,920.55	3,736.21	5,115.66
主营业务税金及附加	28.78	43.36	55.81	74.68
销售费用	129.92	182.10	223.23	283.79
管理费用	161.35	238.46	323.69	418.22
财务费用	146.72	52.03	55.81	0.00
资产减值损失	0.30	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	(1)	10	30	150

二.营业利润(百万元)	444.13	909.18	1,216.07	1,725.87
加: 营业外收入	73.83	60.00	60.00	60.00
减: 营业外支出	1.44	0	0	0
三.利润总额(百万元)	516.52	969.18	1,276.07	1,785.87
减: 所得税费用	30.53	121.15	159.51	267.88
四.净利润(百万元)	485.98	848.04	1,116.56	1,517.99
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	486.08	848.04	1,116.56	1,517.99
五.每股收益(元)	0.76	1.33	1.74	2.37

资料来源: Wind, 东北证券

6 可比公司估值情况

公司简称	代码	股价		每股收益(元)				市盈率(X)		
		2011/1/25	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
天原集团	002386	14.23	0.58	0.32	0.68	1.11	25	44	21	13
中泰化学	002092	12.07	0.19	0.24	0.50	0.78	63	51	24	15
英力特	000635	13.83	0.32	0.40	0.78	1.19	44	35	18	12
湖北宜化	000422	16.50	0.44	1.06	1.41	1.91	38	16	12	9
平均值							44	43	21	13

资料来源: Wind, 东北证券

七、风险提示

1、公司主要产品需求受宏观经济波动影响较大, 如果未来宏观经济环境出现异常变化, 可能导致相关行业需求出现波动, 从而对公司的产能利用率及业绩增长造成一定影响。

2、公司募投项目投产后, PVC 产能将从目前的 5.5 万吨增加至 45.5 万吨, 烧碱产能将从目前的 4 万吨增加至 32 万吨, 公司面临市场开发及销售的风险。

3、发行人产品 PVC 是用电石法生产的(煤化工路线), 而 PVC 还可以通过乙烯氧氯化法生产(石油路线), 由于石油价格的不断上涨以及我国缺油多煤, 石油乙烯路线产能仅占 PVC 国内总产能的 25%。如果石油价格下跌或者维持在较低水平, 可能会影响国内市场不同路线生产 PVC 的竞争格局, 公司将面临竞争力下降的风险。

4、近年来, 随着我国氯碱产品产量大幅增加, 国产 PVC 逐渐走向国际市场, 但是由于企业之间相互协调不够, 出口外销有恶性竞争压价的情况。目前已经出现印度、巴西对我国 PVC 产品实施反倾销措施, 使我国 PVC 出口面临一定风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。