

证券研究报告—深度报告/首次覆盖

基础化工

氯碱

内蒙君正（601216）
推荐

合理价值 37.24~39.90 元 昨收盘: 29.58 元 (首次给予)

2011 年 03 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较

深度报告/首次覆盖

立足内蒙资源优势，高速成长的能源化工新贵

股票数据

 总股本（百万股） 640
 总市值（百万元） 18931
 沪深 300/深圳成指 3243.30/12880.27
 12 个月最高/最低（元）

证券分析师：张栋梁

电话 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业证书编码：
 S0980510120013

证券分析师：吴琳琳

电话 0755-82130755

E-mail: wulinl@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业证书编码：
 S0980510120067

●内蒙地区“国家能源化工基地”建设推动公司跨越式发展

内蒙地区凭借资源优势定位国家战略能源基地，“十二五”期间建设“国家能源化工基地”，重点发展煤炭就地转化项目。内蒙君正建成“煤-电-氯碱化工”和“煤-电-特色冶金”一体化产业链，是内蒙地区能源转化及一体化综合利用标杆性企业，在内蒙地区建设“国家能源化工基地”完成自身的跨越式发展。

●一体化产业链成本优势突出

内蒙君正依托当地煤、原盐、石灰石、硅石等资源优势，打造一体化完整产业链。煤炭、电力、电石基本实现自给，交易成本降低使其每年获得 2 亿元以上成本优势；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。公司密闭电石炉联产白灰生产技术实现降耗增效，2010 年产能利用率达到 115%，推动生产成本比行业平均减少 300 元/吨。综合来看，公司盈利能力远超行业平均水平，过去三年综合毛利率均在 25% 以上。

●项目建设快速提升产能，借助资源整合获取

募投项目 40 万吨 PVC、28 万吨离子膜烧碱项目将于 2011 年底建成达产，规划的鄂尔多斯生产基地也将于 2011 年开工建设，包括 45 万吨电石、30 万吨 PVC/烧碱装置及配套水泥产能。

内蒙君正拥有上游煤炭、石灰石资源，石灰石资源量 1 亿吨，煤炭资源储量 28 亿吨以上，11 年煤炭开始贡献业绩。未来，随着内蒙地区新一轮煤炭资源整合，预计公司可能获得配套上游煤炭资源的机会。

●油价上涨推动估值优势突出，给予“推荐”投资评级

依托内蒙地区资源禀赋建设一体化产业链，在内蒙地区煤炭资源整合中存在获取资源的预期；油价上涨将推高 PVC 产品价格，业绩弹性突出且存在超预期可能，我们预计 11-13 年 EPS 为 1.33、1.80、2.41 元，3 年复合增长率 47%，我们首次给予公司“推荐”投资评级，合理价值区间为 37.24~39.90 元/股。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1298	2800	4339	5579	7463
(+/-%)	-18.93	115.70	54.97	28.57	33.76
净利润(百万元)	154	486	851	1150	1545
(+/-%)	-27.03	216.45	75.11	35.09	34.33
每股收益(元)	0.30	0.93	1.33	1.80	2.41
EBIT Margin	13.43%	21.15%	23.05%	24.57%	22.83%
净资产收益率 (ROE)	12.21%	32.06%	18.87%	21.63%	24.14%

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

内蒙地区“国家能源化工基地”建设推动公司跨越式发展

内蒙地区凭借资源优势定位国家战略能源基地，“十二五”期间建设“国家能源化工基地”，重点发展煤炭就地转化项目。内蒙君正建成“煤-电-氯碱化工”和“煤-电-特色冶金”一体化产业链，是内蒙地区能源转化及一体化综合利用标杆性企业，在内蒙地区建设“国家能源化工基地”完成自身的跨越式发展。

核心优势：一体化产业链提升竞争优势

内蒙君正依托当地煤、原盐、石灰石、硅石等资源优势，打造一体化完整产业链。煤炭、电力、电石基本实现自给，交易成本降低使其每年获得 2 亿元以上成本优势；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。公司密闭电石炉联产白灰生产技术实现降耗增效，2010 年产能利用率达到 115%，推动生产成本比行业平均减少 300 元/吨。综合来看，公司盈利能力远超行业平均水平，过去三年综合毛利率均在 25%以上。

核心假设

- （1）一体化产业链配套优势促公司电石、PVC 等产品生产成本不断降低，配套石灰石、煤炭资源的协同效应进一步提升综合竞争实力；
- （2）公司对上游原材料资源的整合进度符合预期，电石、煤炭和电等原材料自给率逐步提高；
- （3）继续享受增值税减免、所得税优惠等政策。

油价上涨、资源整合、新增产能超预期推动股价上涨

我们认为，内蒙地区新一轮资源整合过程中，公司可能获得上游煤炭资源，提升公司估值；油价上涨将推高 PVC 产品价格，业绩弹性突出且存在超预期可能；募投项目及鄂尔多斯生产基地建设存在超预期可能，将进一步提升公司规模优势、降低生产成本；

核心假设的主要风险

- 1、公司主导产品 PVC 和烧碱售价受经济波动影响明显，价格波动可能导致盈利波动明显，导致公司业绩波动。
- 2、公司享受增值税减免、所得税优惠等政策，如果税收政策发生变动，将会影响公司业绩。
- 3、公司募投项目和上游资源整合进展存在不确定性。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
内蒙古：中国能源新增长极.....	6
“西部大开发”诞生“内蒙古速度”.....	6
资源优势打造国家战略能源基地.....	6
能源就地转化战略推动资源整合.....	8
内蒙大小“产业圈”独具发展潜力.....	8
氯碱产业：资源驱动产业链一体化.....	10
资源禀赋驱动 PVC 产业转移.....	10
PVC 终端需求 60%以上来自房地产.....	10
PVC 需求保持稳定增长.....	11
电石法工艺路线占据我国 PVC 主流.....	11
资源禀赋驱动产业转移.....	13
电石整合推动乙炔化工加速向西部集中.....	13
烧碱供需受制氯碱平衡.....	14
立足内蒙资源优势的能源化工新贵.....	17
高速成长的西部氯碱产业新贵.....	17
PVC、烧碱规模快速扩张.....	17
盈利能力位居行业前列.....	18
核心优势：依托资源实现一体化.....	18
区域资源禀赋打造核心竞争优势.....	18
煤炭资源保障提高自给率.....	19
石灰石自给充足.....	20
原盐资源供给有保障.....	20
领先的技术优势引领发展潮流.....	20
一体化经营模式提升综合优势.....	22
自备电厂大幅降低能源成本.....	22
配套电石生产提升 PVC 产品综合竞争力.....	22
循环经济利用进一步增强综合竞争力.....	23
新建项目大幅提升公司产能规模.....	24
盈利预测：11-13 年 EPS 为 1.33、1.80、2.41 元.....	25
油价上涨推动业绩弹性突出.....	26
估值及投资建议，给予“推荐”的投资评级.....	27
核心判断的主要风险.....	27
附表 1：财务预测与估值.....	28

图表目录

图 1: 国内及内蒙古地区生产总值增速.....	6
图 2: 内蒙古西部经济区主要矿产资源分布现状图.....	7
图 3: 国内各地区原煤产量占比.....	7
图 4: 内蒙古地区原煤产量及增长率.....	7
图 5: 国内各地区煤炭资源探明储量分布.....	8
图 6: 内蒙古西部经济区产业空间规划布局图.....	9
图 7: PVC 下游产品分布.....	10
图 8: PVC 下游消费分布.....	10
图 9: 我国 PVC 产销情况.....	11
图 10: 华北、华东地区是我国 PVC 主产地.....	11
图 11: PVC 产业链图.....	12
图 12: 我国 PVC 生产路线以电石法为主.....	12
图 13: 电石法 PVC 成本构成.....	13
图 14: 石油乙烯法 PVC 成本构成.....	13
图 15: 国内电石下游需求分布图.....	14
图 16: 国内电石产能、产量变化情况.....	14
图 17: 造纸、化工、纺织、氧化铝和冶金消费烧碱占比 78%.....	15
图 18: 烧碱表观消费量年均复合增长率 11%.....	15
图 19: 机制纸产量年均复合增长率 11%.....	15
图 20: 氧化铝产量年均复合增长率 21%.....	15
图 21: 布产量年均复合增长率 13%.....	15
图 22: 服装产量年均复合增长率 14%.....	15
图 23: 我国烧碱产能、产量保持增长 单位: 万吨.....	16
图 24: 国内产能 30 万吨以上烧碱企业占比仅 33%.....	16
图 25: 公司主营产品销售收入.....	17
图 26: 公司主营产品营业利润.....	17
图 27: 公司 PVC 产能利用率高于行业平均水平.....	17
图 28: 公司电石产能利用率高于行业平均水平.....	17
图 29: 公司主要产品产能增长情况.....	18
图 30: PVC 毛利率高于其他竞争对手.....	18
图 31: 烧碱毛利率低于竞争对手.....	18
图 32: 公司配套资源分布图.....	19
图 33: 公司在乌海拥有的资源.....	19
图 34: 公司自有资源分布图.....	19
图 35: 公司电石产品产能利用率不断提高.....	21
图 36: 公司产品电耗低于行业规定水平.....	21
图 37: 公司 PVC 电石消耗低于行业规定水平.....	21
图 38: 公司产业结构, 其中蓝色部分为公司已形成部分.....	22
图 39: 公司循环经济体系图.....	23
图 40: 同比上市公司综合毛利率比较.....	24

表 1: PVC 各类型的主要用途	10
表 2: 国内主要 PVC 生产企业	11
表 3: 国内主要电石生产企业	14
表 4: 国内主要烧碱生产企业	16
表 5: 公司煤炭资源项目及未来 3 年公司煤炭产量预测	20
表 6: 公司密闭电石炉技术水平将进一步提高	21
表 7: 电力成本占公司主营产品生产的比重	22
表 8: 公司自备电厂优势	22
表 9: 内蒙君正分业务收入、毛利预测	25
表 10: 产品价格对公司利润的敏感性分析	26
表 11: 同行业公司估值指标对比	27

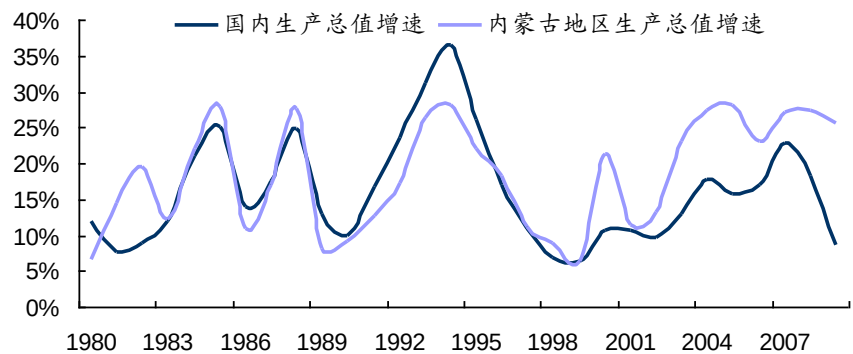
内蒙古：中国能源新增长极

“西部大开发”诞生“内蒙古速度”

西部大开发战略实施 10 年以来，西部地区的经济年均增速达到 11.9%，远高于全国同期水平。在西部大开发的省份中，内蒙古地区经济增长尤为突出，年均增长率高达 17.6%，远超西部平均水平，被称为“内蒙古速度”。

搭乘西部大开发快车，内蒙古地区经济快速腾飞。自 2002 年以来，内蒙古地区连续 8 年经济发展增速居全国第一位，经济综合竞争力居全国第 10 位，西部各省区市第一，其中产业经济竞争力、可持续发展竞争力、环境发展竞争力以及宏观经济竞争力等 4 项二级指标居全国前列。

图 1：国内及内蒙古地区生产总值增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

资源优势打造国家战略能源基地

内蒙古地区能源和矿产资源十分丰富，煤炭、原盐资源得天独厚。从储备量来看，内蒙古地区能源综合实力全国第一。

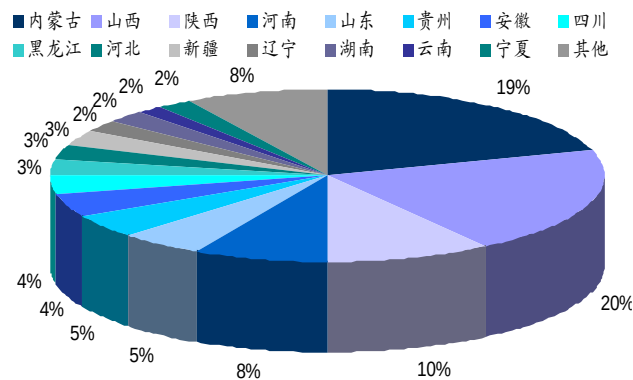
在煤炭资源方面，内蒙古已查明煤炭资源储量超过 7323 亿吨，居全国首位。2009 年，内蒙古煤炭产量达到 6 亿吨，跃居全国第一，并成为仅次于山西的第二大煤炭输出大省；2010 年，煤炭产量进一步增长为 7.4 亿吨。丰富的煤炭资源储备以及齐备的配套资源，使得该地区独具发展煤化工产业的区域优势。

图 2：内蒙古西部经济区主要矿产资源分布现状图



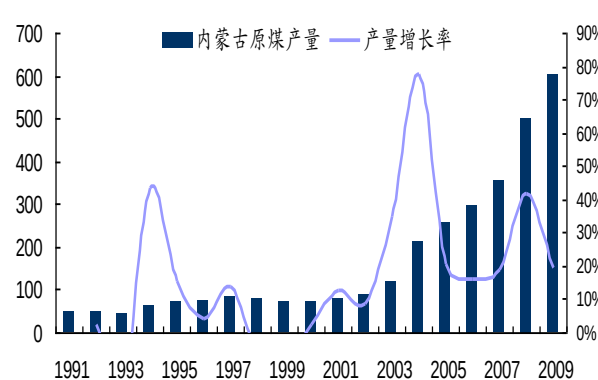
资料来源：国信证券经济研究所

图 3：国内各地区原煤产量占比



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 4：内蒙古地区原煤产量及增长率 单位：百万吨



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

得益于突出的资源禀赋，内蒙古被定位为国家战略能源基地，是“十二五”能源产业转移的重要地区。根据即将出台的国务院《关于促进内蒙古自治区经济社会又好又快发展若干意见》，内蒙古地区被定位为：“国家的三个基地、两个屏障和一个先导区”，其中“国家能源重化工基地”排在首要位置。因具有丰富的煤炭资源禀赋，未来内蒙古产业发展被明确的定位为以煤炭为主，重点发展煤化工、煤电项目。

“十二五”期间，在煤炭生产开发布局上，国家有望采取“控制东部、稳定中部、开发西部”和“东部接续建设，中部适度建设，西部重点建设”的思路。根据东中西部煤炭资源禀赋差异，东部煤炭产量将控制在 5 亿吨以内，中部煤炭产量占 35% 左右，西部煤炭产量占 52% 左右。

预计，内蒙古“十二五”期间，煤炭产量有望远超过 2010 年的水平，达到年产 12 亿吨/的生产水平，增长达 60%。

能源就地转化战略推动资源整合

作为资源输出大省的内蒙古，煤炭资源整合已经拉开序幕，未来，内蒙古煤炭资源集中度会逐渐提高。

内蒙古政府鼓励重点发展煤炭转化、综合利用项目。根据内蒙古地区政府的规定：新建的露天煤矿开发项目，每年开采能力将不得低于 300 万吨，此外，新建的井、露天煤炭开发项目煤炭就地转化率均要达到 50%以上。除了招标、拍卖等方式获得的矿权在配置资源时条件适当放宽外，在配置特殊稀缺性煤种资源时，项目的煤炭就地转化率必须达到 60%以上。

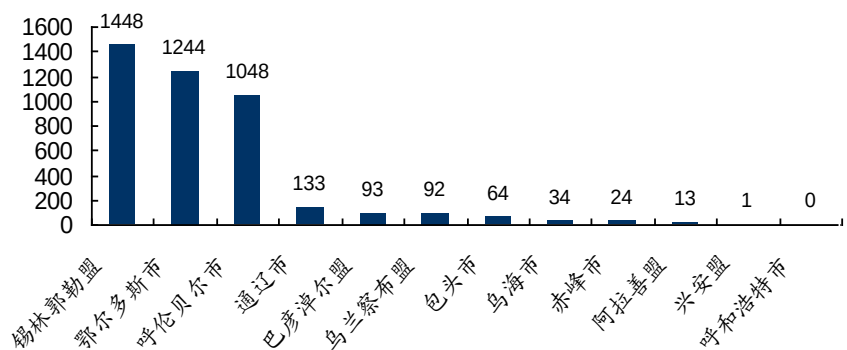
未来，资源优势转化战略将推动内蒙古地区相关企业获得上游资源及一体化综合优势而快速发展，内蒙君正作为内蒙地区能源转化利用的标杆性企业，有望在这一过程中实现跨越式的发展。

内蒙大小“产业圈”独具发展潜力

内蒙古地区煤炭资源分布分为蒙西和蒙东两大板块，其中，蒙西以鄂尔多斯为中心拥有丰富的动力煤，蒙东以锡林郭勒和呼伦贝尔为中心储藏大量的褐煤资源。

图 5：国内各地区煤炭资源探明储量分布

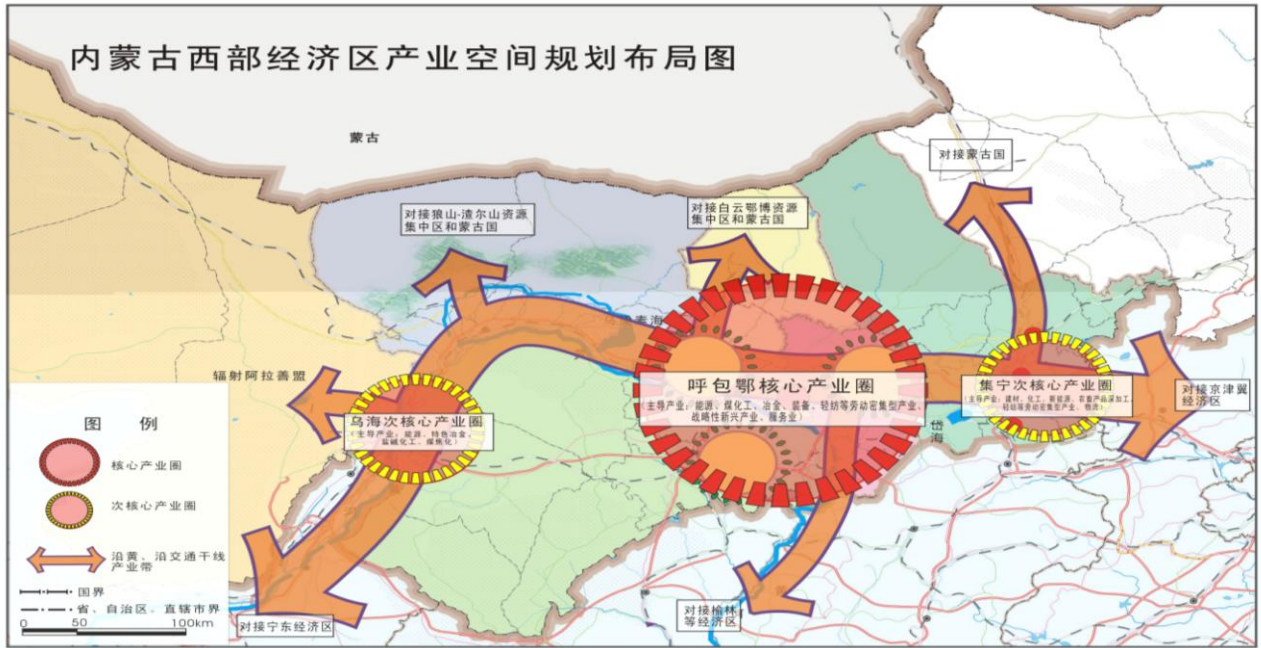
单位：亿吨



资料来源：国信证券经济研究所

围绕煤炭能源和资源产地，内蒙古西部业已形成两个重要的经济区域：以乌海为中心的乌海次核心产业圈和呼包鄂核心产业圈。

图 6：内蒙古西部经济区产业空间规划布局图



资料来源：国信证券经济研究所

其中，乌海市是自治区主要的炼焦煤产地，是全国 20 个焦煤基地之一，煤种以焦煤为主，肥煤、气煤次之；阿拉善盟煤炭主要产区为靠近乌海的阿拉善左旗，煤种以无烟煤和炼焦煤为主。以乌海为中心，方圆 50 公里的小区域已成为内蒙古地区重要的煤化工基地，主要产业定位氯碱和焦化行业。

鄂尔多斯市靠近乌海的煤炭产地主要位于鄂托克旗境内，煤种属焦煤、肥煤、肥气煤，业已成为内蒙古地区重要的煤炭综合利用基地。

从大的趋势上看，煤炭资源集中和资源配置倾向能源就地转化有利于大型煤化工产业向资源地的聚集；而从区域优势来看，内蒙古地区大小产业圈因靠近资源产地，具有较好的工业配套体系，能充分发挥产业集群的协同效应，位于乌海、鄂尔多斯等地区的能源化工企业将获得良好发展机遇。

氯碱产业：资源驱动产业链一体化

资源禀赋驱动 PVC 产业转移

PVC 终端需求 60%以上来自房地产

聚氯乙烯（简称 PVC）是世界五大通用塑料之一，全球总产量仅次于 PE（聚乙烯）而位居塑料产量第二位。PVC 具备优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性，质轻、强度高、易于加工，广泛应用于工业、农业、建筑、电子、医疗、汽车等领域。

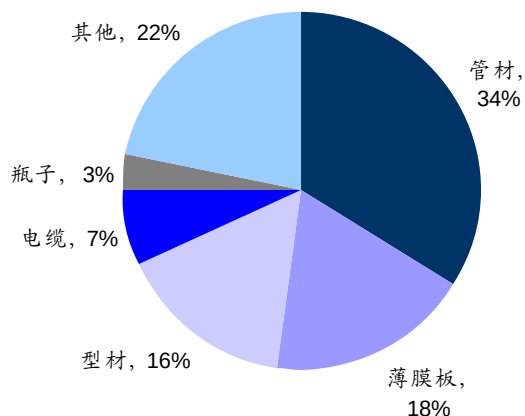
PVC 制品可分为软制品和硬制品两类，软制品包括电线电缆、膜材、人造革、各类软管、手套、玩具、塑料鞋等；硬制品主要包括门窗、各种型材、管材、片材、瓶子等。从终端需求来看，根据中国氯碱工业协会统计，60%以上需求来自房地产。

表 1：PVC 各类型的主要用途

行业	类别	典型型号	用途	类型
建筑	型材	SG-5	塑料门窗、塑料吊顶、各种型材、异型材	硬制品
	管材	SG-5	水管、输送耐腐蚀性流体管	
	片材	SG-5、SG-7、SG-8	护墙体、地板、各种贮槽的衬里	
医疗	医用管、袋	SG-3 以下	一次性输液管、输液袋、无菌空袋	软制品
	包装、器皿	SG-7、SG-8	医用包装硬片、注射器、分浆器、采血器	硬制品
农业	管材	SG-5	各种管道	软制品
	农膜	SG-3 以下	农用薄膜、地膜、大棚膜	
	器皿	SG-7、SG-8	容器、饮料瓶、化妆品瓶	
日用	包装膜	SG-3 以下	各种包装用膜	软制品
	家用	SG-3 以下	人造革、鞋底、玩具、文具、雨披、装饰材料	
汽车	内装件	SG-3 以下	仪表板膜	软制品
电器	电线	SG-3 以下	电线绝缘层	
	电缆	SG-3 以下	电缆绝缘层	
其他	涂层涂料	SG-3 以下	织物涂层、防腐涂料、塑料制品粘合剂	

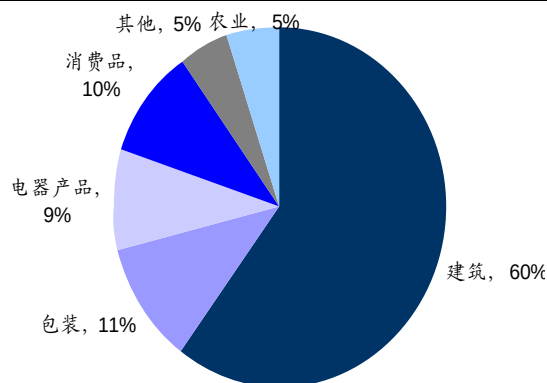
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 7：PVC 下游产品分布



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 8：PVC 下游消费分布



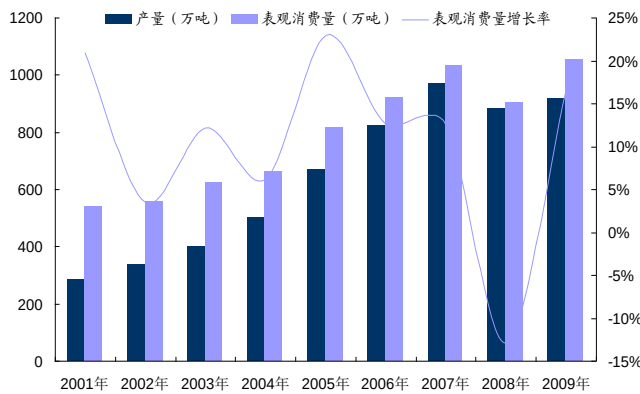
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

PVC 需求保持稳定增长

近十年来全球 PVC 产能年复合增长率达 4.6%，预计 2010 年世界 PVC 产能约为 4300 万吨。全球 PVC 产能主要集中于亚太、北美和西欧地区，西欧产能逐步收缩，北美略有扩张；近几年，由于中国、印度经济持续高增长，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。

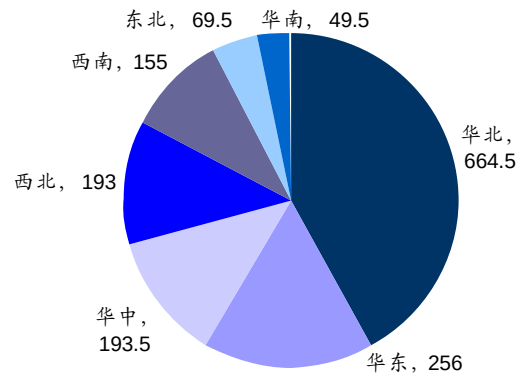
到 2007 年底，中国 PVC 产能已位居世界第一，成为 PVC 第一大生产国。根据中国氯碱工业协会统计，截至 2009 年，我国 PVC 生产厂家已超过 100 家，合计产量达 916 万吨，但企业平均规模不大，行业集中度有待进一步提高。

图 9：我国 PVC 产销情况



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 10：华北、华东地区是我国 PVC 主产地



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

近年来我国 PVC 表观消费增长速度在 10% 以上，高于 GDP 增速。根据中国氯碱工业协会统计，2009 年，国内 PVC 表观消费量超过 1054.9 万吨，同比增长 17.02%，成为全球最大的消费市场。

根据中国氯碱网预测，未来几年全球 PVC 需求将以年 4.1% 的速度增长，而中国将成为 PVC 供需增长的主要国家，未来几年的表观消费量将在 10% ~ 15% 左右。

表 2：国内主要 PVC 生产企业 单位：万吨

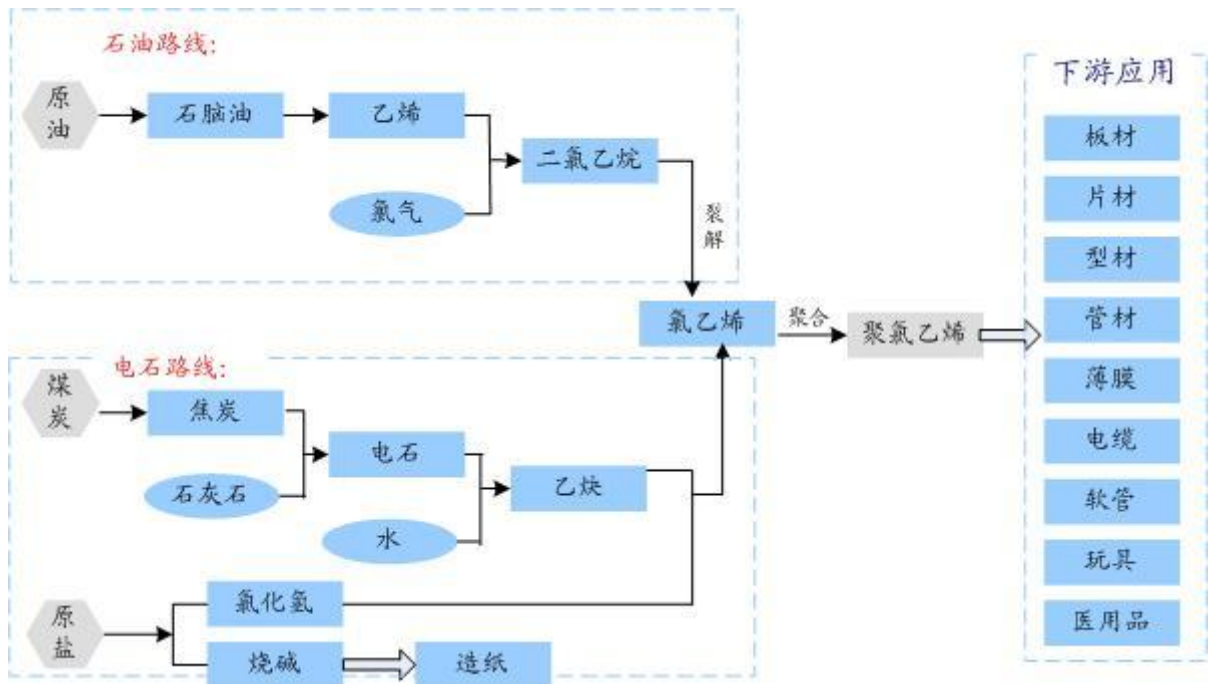
排名	企业	产能	工艺路线	所属省份
1	天津大沽化工股份有限公司	80	混合法	天津
2	新疆天业股份有限公司	72	电石法	新疆
3	中国石化股份有限公司齐鲁分公司	60	乙烯法	山东
4	宜宾天原集团股份有限公司	50	电石法	四川
5	内蒙古亿利化学工业有限公司	50	电石法	内蒙古
6	新疆中泰化学股份有限公司	50	电石法	新疆
7	上海氯碱化工股份有限公司	48	乙烯法	上海
8	中国平煤神马能源化工集团	45	电石法	河南
9	山西榆社化工股份有限公司	42	电石法	山西
	昊华宇航化工有限责任公司	40	电石法	河南
10	天津乐金大沽化学有限公司	40	乙烯法	天津
	台塑工业(宁波)有限公司	40	乙烯法	浙江

资料来源：中国氯碱工业协会、中国氯碱网，国信证券经济研究所

电石法工艺路线占据我国 PVC 主流

PVC 生产路线包括两种，分别是石油法路线“石油→乙烯→PVC”和电石法路线“煤炭→电石→乙炔→PVC”。

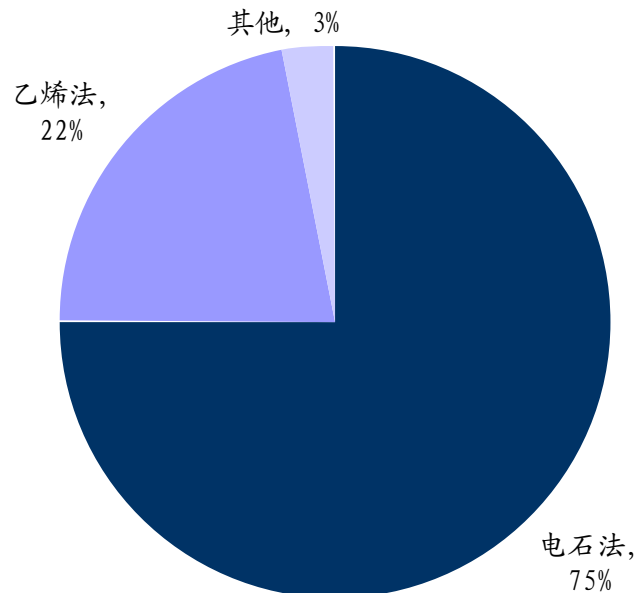
图 11: PVC 产业链图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

西欧、北美、中东等地区主要以石油路线为主, 产能超过全球产能的 75%; 我国则因“富煤少油”的资源禀赋而以电石路线为主 (占比约 75%)。

图 12: 我国 PVC 生产路线以电石法为主

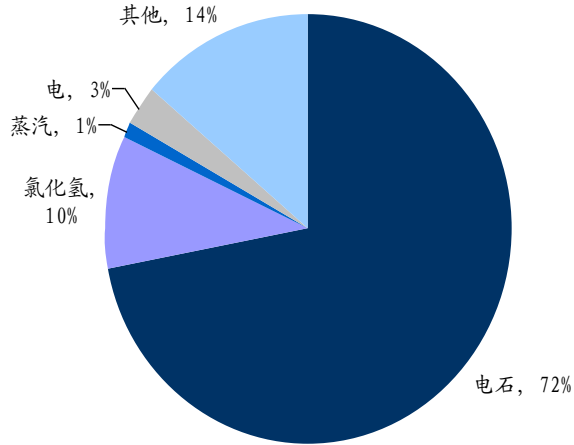


资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

在石油生产路线中, 乙烯价格是主要影响因素, 乙烯价格和石油价格正相关, 国际原油价格涨跌是影响其成本的主要因素; 电石路线中, 电石成本占 PVC 生产成本的 72%左右, 电石成本的 60%是电力, 因此, 电力价格是影响电石法 PVC 的最重

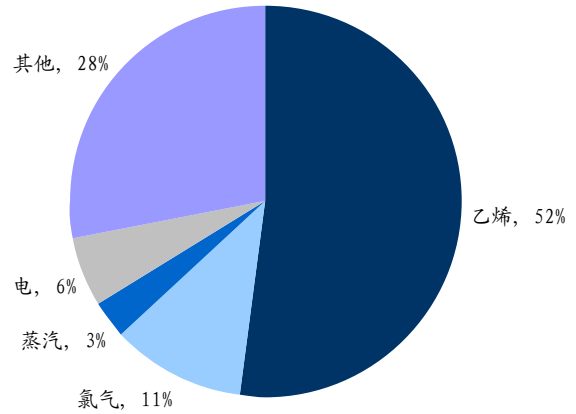
要因素。当原油大幅上涨时，电石法 PVC 将具有明显的成本优势。

图 13: 电石法 PVC 成本构成



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 14: 石油乙烯法 PVC 成本构成



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

资源禀赋驱动产业转移

从我国 PVC 的产能分布看，华东、华北、西北地区是产能相对集中的地区，近期扩产的大项目主要存在于内蒙西部、新疆、宁夏等具备资源优势的西北地区，西北地区所占到的产能比重正呈现出逐年增加的趋势。

西北地区丰富的煤、原盐、电、石灰等资源都是发展氯碱行业所必需的，通过建设“煤炭-电力-电石-PVC”的完整产业链，依托资源禀赋优势和完整的产业利润转移链条，最终以“相对低成本搬运煤炭”的方式获得超额利润。中国聚氯乙烯行业发展将形成以西部内蒙、新疆等省份为主要生产基地，华东、华南地区为主要消费地区的产业格局。

电石整合推动乙炔化工加速向西部集中

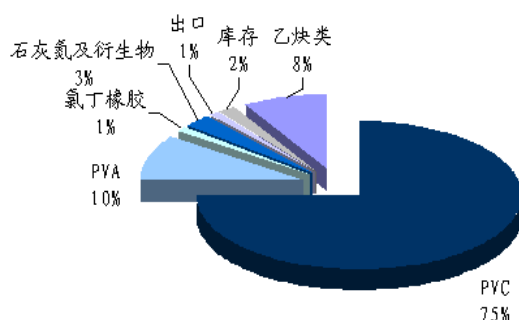
电石是电石法 PVC 的主要原料，其化学名为碳化钙（ CaC_2 ），著有化工“基石”之称，其下游产品主要包括 PVC、聚乙烯醇（PVA）、氯丁橡胶、石灰氮、乙炔炭黑、硫脲、多菌灵等。

根据中国氯碱工业协会统计，2009 年我国电石产能 2400 万吨，产量 1503 万吨，是全球最大的电石生产国和消费国。我国电石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。

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，其市场竞争主要体现在成本和对下游渠道的开发两方面。其中，电力成本占成本的 60% 以上，因此具备上游电力资源的电石法 PVC 生产企业（如内蒙君正）既解决了上游电力成本压力，又降低下游 PVC 成本，将在竞争中处于有利地位。

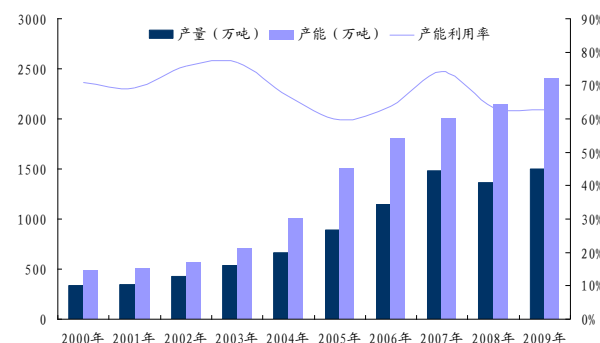
电石行业对于资源依赖程度大，在各地纷纷重视资源保护及推行就地转化的过程中，电石行业将进一步向资源所在地转移，并进一步影响下游行业的产业格局。由此我们判断，以电石作为重要中间产品的乙炔化工，如电石法 PVC，将会进一步集中于西北、西南地区。

图 15: 国内电石下游需求分布图



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 16: 国内电石产能、产量变化情况



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 3: 国内主要电石生产企业 单位: 万吨

排名	企业	产能	工艺路线
1	新疆天业股份公司石河子化工厂	100	4.17%
2	宜宾天原	62	2.58%
3	内蒙古宜化(原海吉氯碱)	60	2.50%
4	西部氯碱	52	2.17%
5	内蒙古白雁湖化工股份有限公司	45	1.88%
6	宁夏大地冶金化工有限公司	45	1.88%
7	山东茌平信发集团	40	1.67%
8	广西田东锦盛	40	1.67%
9	内蒙古君正能源化工股份有限公司	26	1.08%
10	宁夏金昱元化工集团有限公司	20	0.93%

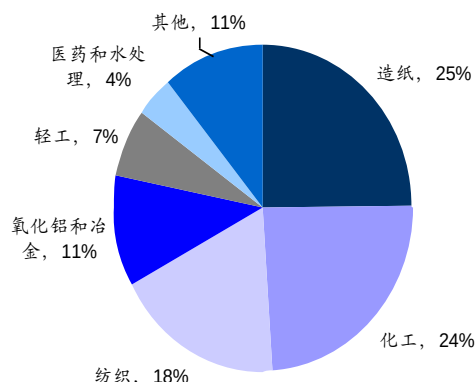
资料来源: 中国氯碱工业协会、中国氯碱网, 国信证券经济研究所

烧碱供需受制氯碱平衡

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 (固碱) 两种, 主要用于造纸、氧化铝、纺织等行业。

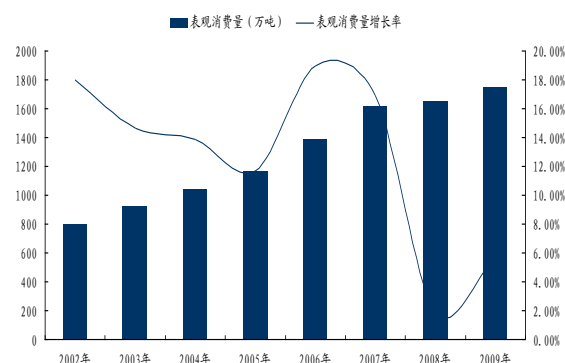
我国烧碱消费主要集中在造纸、化工、纺织、氧化铝和冶金行业, 消费占比在 70% 以上, 2000-2009 年烧碱下游需求稳步增长, 其中机制纸产量年均复合增长率 11%, 布和服装产量年均复合增长率 13-14%, 氧化铝产量年均复合增长率 21%。

图 17: 造纸、化工、纺织、氧化铝和冶金消费烧碱占比 78%



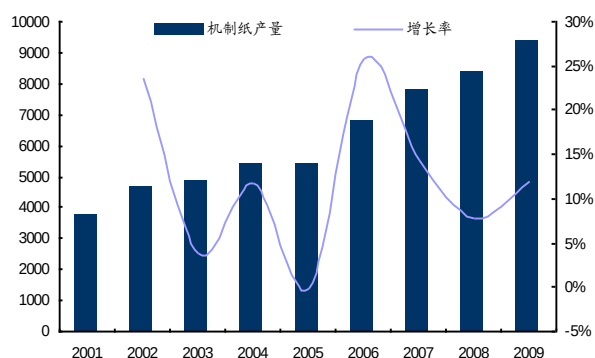
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 18: 烧碱表观消费量年均复合增长率 11%



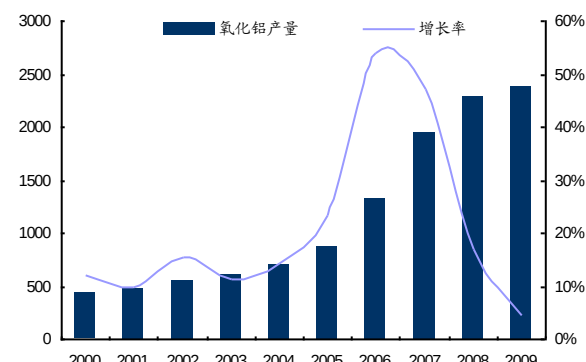
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 19: 机制纸产量年均复合增长率 11%



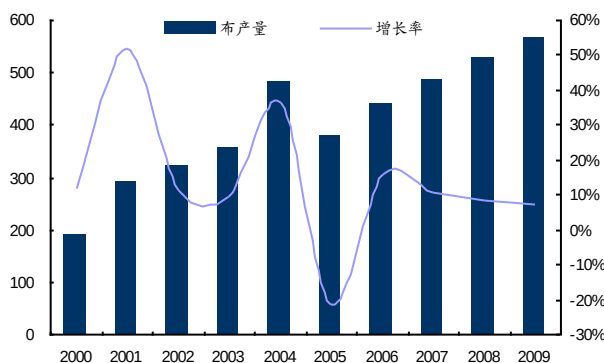
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 20: 氧化铝产量年均复合增长率 21%



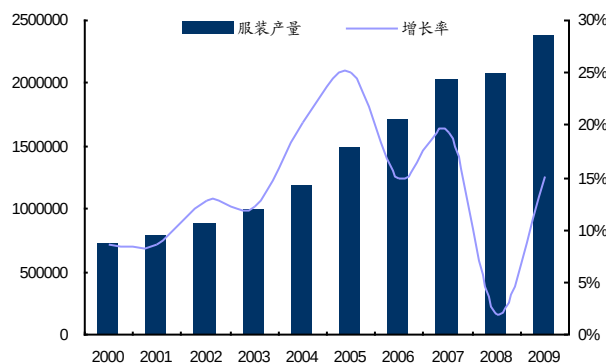
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 21: 布产量年均复合增长率 13%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 22: 服装产量年均复合增长率 14%



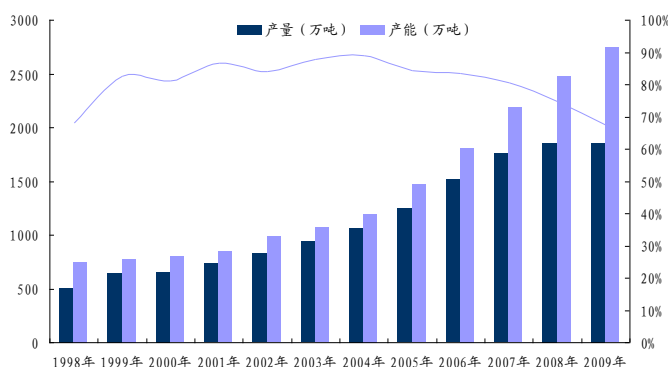
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

全球烧碱生产消费主要集中在亚洲、北美和西欧地区。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%。我国中国烧碱表观消费增长较快，近五年平均增速达到 10.66%，2009 年表观消费量达到 1741.7 万吨，约占世界烧碱总消费量的 24%，与北美地区并列成为全球最大的烧碱消费市场。

在氯碱平衡的约束下，我国 PVC 产量高速增长带动烧碱产能大幅度提高，近 10 年来，我国烧碱产量年复合增长率 10.6%，和主要下游行业保持同步增长。根据中国氯碱网统计，2009 年国内烧碱产量 1852 万吨，居世界首位。

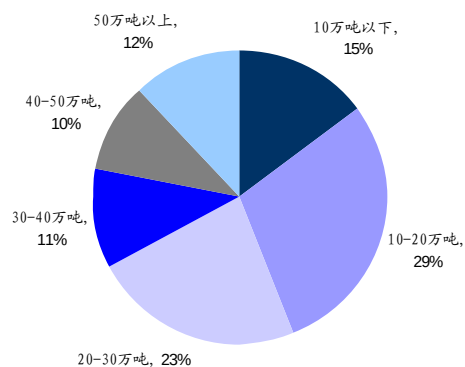
随着 2005 年以来行业产能的大幅扩张，企业开工率逐步下降到 80% 以下。目前烧碱行业中仍以中小企业居多，产能在 30 万吨以上的企业占比仅在 33% 左右，行业集中度仍有待提高。

图 23: 我国烧碱产能、产量保持增长 单位: 万吨



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 24: 国内产能 30 万吨以上烧碱企业占比仅 33%



资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: 国内主要烧碱生产企业 单位: 万吨

排名	企业	产能	工艺路线
1	上海氯碱化工股份有限公司	81	2.90%
2	天津大沽化工股份有限公司	56	2.01%
3	新疆天业股份有限公司	56	2.01%
4	山东海力化工有限公司	52	1.86%
5	浙江巨化股份有限公司	51	1.83%
6	山东信发化工有限公司	50	1.79%
7	宜宾天原集团股份有限公司	45	1.61%
8	河南神马氯碱化工股份有限公司	45	1.61%
9	山东齐鲁石化氯碱厂	45	1.61%
10	泰兴新浦化学工业有限公司	45	1.61%
合计		526	18.84%

资料来源: 中国氯碱工业协会、中国氯碱网, 国信证券经济研究所

立足内蒙资源优势的能源化工新贵

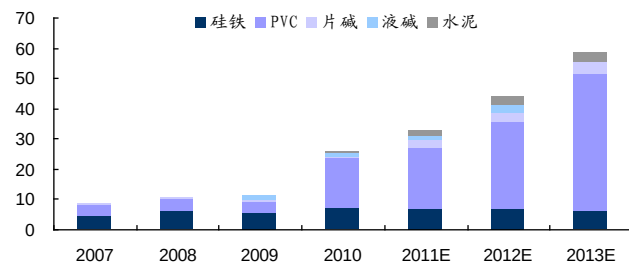
高速成长的西部氯碱产业新贵

公司创立于 2005 年，全国化工 500 强民营企业，内蒙古自治区重点企业。公司产品业务涵盖：发电、白灰、电石、PVC、硅铁、水泥熟料、水泥等产品，是国内少数几家能够实现上下游资源整合经营的氯碱企业之一。

公司目前拥有年发电量 21 亿度、白灰 40 万吨、电石 26 万吨、PVC32 万吨、烧碱 24 万吨，硅铁 10 万吨，水泥熟料 75 万吨的产能，是国内少数几家硅铁产能达到年产 10 万吨产能的企业。2009 年，公司电石和硅铁产品产能、产量均位居行业前十，规模优势明显。

图 25: 公司主营产品销售收入

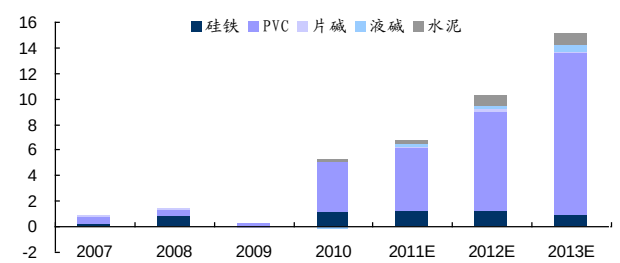
单位: 亿元



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 26: 公司主营产品营业利润

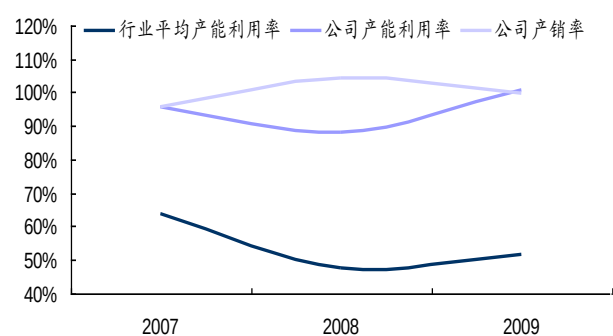
单位: 亿元



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

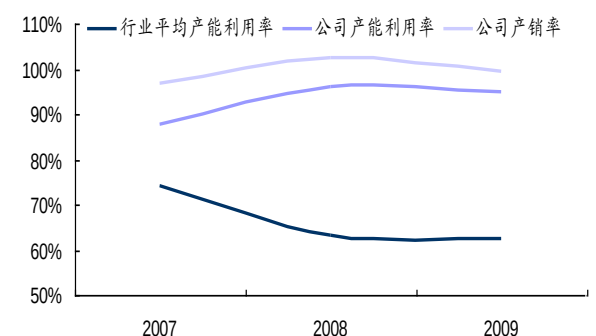
公司地处西部的内蒙古乌海地区，靠近资源和能源产地，符合国家对于氯碱产业向资源丰富地区转移的产业政策。凭借资源成本优势、通过“煤-电-氯碱”、“煤-电-冶金”一体化经营模式以及较强的综合管理控制，公司在行业低迷的 08 年，仍能保持 85% 以上开工率，远高于行业平均水平，具有很强的抵抗行业周期性风险能力。

图 27: 公司 PVC 产能利用率高于行业平均水平



资料来源: 国信证券经济研究所

图 28: 公司电石产能利用率高于行业平均水平



资料来源: 国信证券经济研究所

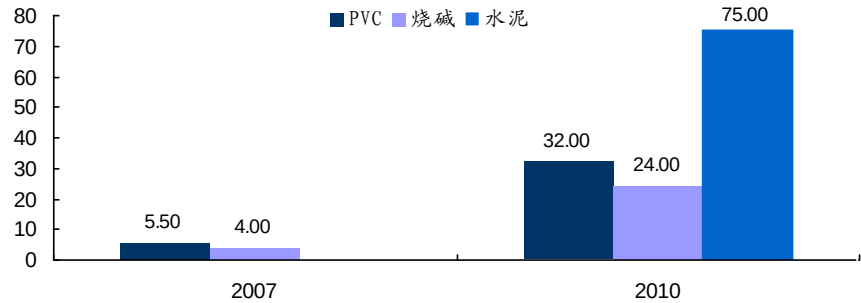
PVC、烧碱规模快速扩张

2009 年以前，公司经营规模相对稳定，仅硅铁产能于 08 年略有提升。公司抓住氯碱产业向资源地转移的机遇，在政府税收优惠政策的支持下，步入快速扩张期。

进入 2010 年，公司年产 40 万吨 PVC/烧碱以及水泥项目部分投产，经营规模快速提升，产业链一体化优势进一步完善，公司发展和盈利进入上升通道。

图 29: 公司主要产品产能增长情况

单位: 万吨/年



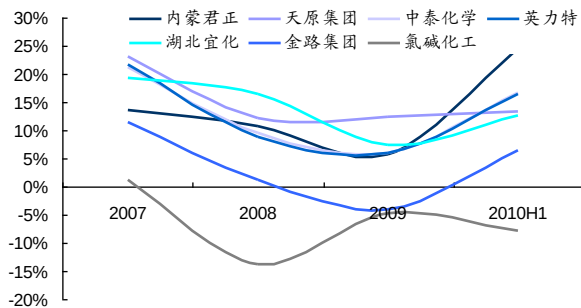
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

盈利能力位居行业前列

公司地处内蒙古乌海地区，依托当地及周围地区丰富廉价的煤炭、石灰石、原盐、兰炭等资源，借助完整的“煤-电-氯碱化工”和“煤-电-特色冶金”一体化循环经济产业链，实现了当地资源能源的深加工，盈利能力在行业内表现突出。

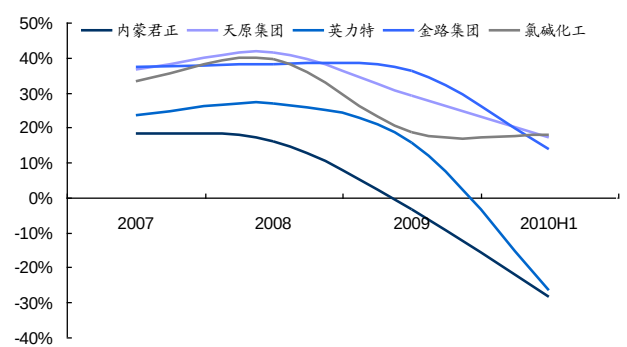
公司主导产品 PVC 盈利能力行业领先，即使在 2008 和 2009 年行业周期性低谷，PVC 产品毛利率仍然在行业内处于前列，具有很强的成本优势。

图 30: PVC 毛利率高于其他竞争对手



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 31: 烧碱毛利率低于竞争对手



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

核心优势: 依托资源实现一体化

PVC 和烧碱产品同质性强，成本的高低直接决定了企业竞争力的高下。公司依托乌海地区丰富的煤炭、石灰石、原盐资源优势，以自备电厂为枢纽，建立完整的“煤-电-化”、“煤-电-冶金”产业链条，通过大力发展循环经济，采用一体化经营的模式实现了资源、能源的就地转化，成就了公司突出的盈利能力。

区域资源禀赋打造核心竞争优势

公司地处内蒙古自治区西部的乌海市，当地及周围地区富产氯碱化工及硅铁冶炼所

需的煤、原盐、石灰石、硅石等资源，区域资源优势为公司就地取材进行能源转化创造了得天独厚的便利条件。

目前，公司主要原料供应商均分布在乌海当地及周边，原料价格及运输成本低廉。其中煤炭供应集中在距园区 20~50 公里以内，生产电石和硅铁所需兰炭就近向陕西省神木县采购，生产烧碱所需原盐主要从吉兰泰、阿拉善左旗和屯池等地采购。

图 32: 公司配套资源分布图



资料来源：国信证券经济研究所

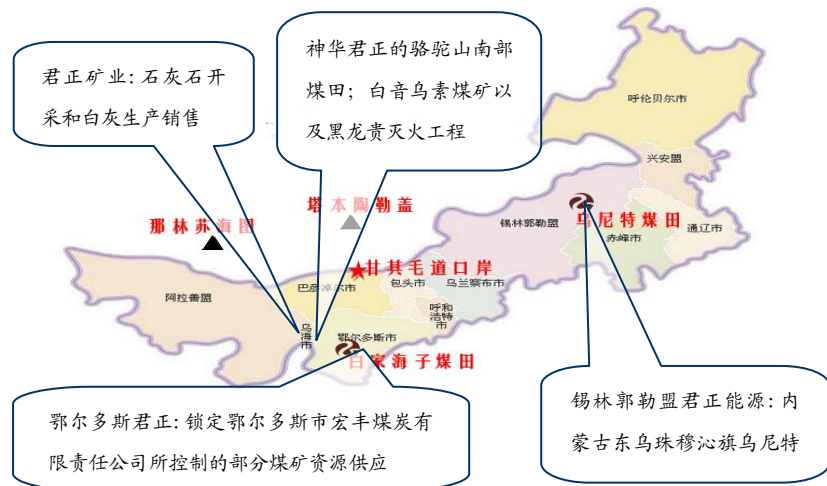
图 33: 公司在乌海拥有的资源



资料来源：国信证券经济研究所

在资源储备方面，公司近年来通过收购和参股的方式不断加大对上游煤炭资源的控制，通过提高煤炭自给率从而进一步降低公司的能源成本；而公司丰富的石灰石储备更是能够确保电石生产原料的长期供应。

图 34: 公司自有资源分布图



资料来源：国信证券经济研究所

煤炭资源保障提高自给率

目前，公司煤炭资源主要分布在乌海地区、鄂尔多斯地区以及锡林郭勒地区，总储量在 28 亿吨以上。未来，乌海地区 200-300 万吨煤炭资源的开采量将确保公司配套年 21 亿千瓦时发电厂的能源需求。

表 5: 公司煤炭资源项目及未来 3 年公司煤炭产量预测

煤炭项目	储量	2011E 产量	2012E 产量	2013E 产量	备注
白音乌素露天煤矿	400 万吨	150 万吨	150 万吨	100 万吨	
黑龙贵露天煤矿	1200 万吨	150 万吨	150 万吨	200 万吨	
神华君正煤矿	1.0 亿吨			120 万吨	已获得采矿权
锡盟君正乌尼特煤田	27 亿吨				预测储量, 已获得探矿权
合计		300 万吨	300 万吨	420 万吨	

资料来源: 国信证券经济研究所

石灰石自给充足

公司现拥有石灰石矿产资源储量 9800 万吨, 属高品位矿藏, 公司目前具备年开采石灰石 100 万吨, 年产白灰 40 万吨的能力, 公司石灰石矿产资源储量完全满足公司未来发展的需求。

原盐资源供给有保障

与乌海相邻的内蒙古自治区阿拉善盟是我国湖盐资源最为丰富地区, 拥有吉兰泰、和彤池、雅布赖等多个盐湖, 是内蒙古自治区最大的原盐生产基地。除了上述供货商外, 公司还与青海省盐业股份有限公司签订了长期供货协议, 充分保证了公司的原盐供应。

领先的技术优势引领发展潮流

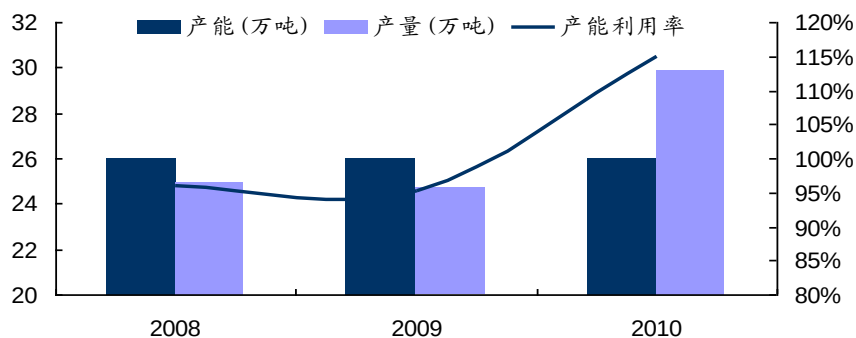
密闭电石炉在密闭的环境中实现资源和能源的转化, 从理论上而言, 可以实现资源和能源利用的最大化。

公司在电石的生产上开创了国内密闭电石法的第二代潮流。早在 1987 年, 国内曾引进过 8 台, 在使用过程中由于炉气的使用和尾气的回收问题都以失败告终。公司和国内设计院合作, 通过技术攻关, 于 2006 年成功地将密闭电石炉的使用恢复起来, 成为第二代最先成功使用的密闭电石炉的企业, 成为引领国内电石行业发展潮流的排头兵。

公司于 2008 年投资建设气烧石灰窑项目, 是国内首个成功引入日产 600 吨套筒式气烧石灰窑将电石炉尾气回收再利用生产白灰的循环经济项目。电石炉联产白灰生产技术使得公司白灰生产成本降低约 150 元/吨, 并且降低了电石生产中能耗, 使公司电石生产中的电耗由 3350 度/吨大幅下降至 3150 度/吨, 能耗进一步降低, 远低于 3400Kwh/吨电石的同行业水平。同时, 电石的总产量及质量得到大幅提升, 提升了现有装置的产能利用率, 2010 年, 公司电石装置产能利用率近 115%。

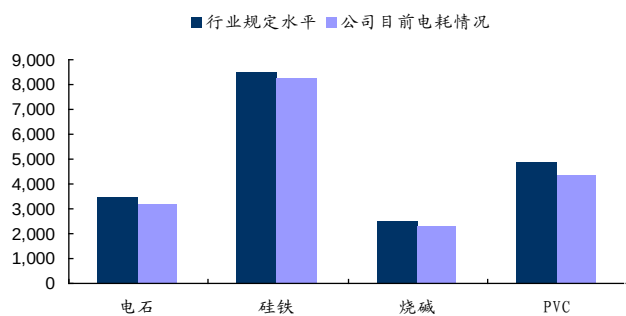
综合比较, 公司采用的密闭电石炉联产白灰生产技术, 使得每吨电石生产成本至少减少 300 元/吨, 以 30 万吨电石生产规模计算, 至少可以提升公司效益 9000 万元。

图 35: 公司电石产品产能利用率不断提高



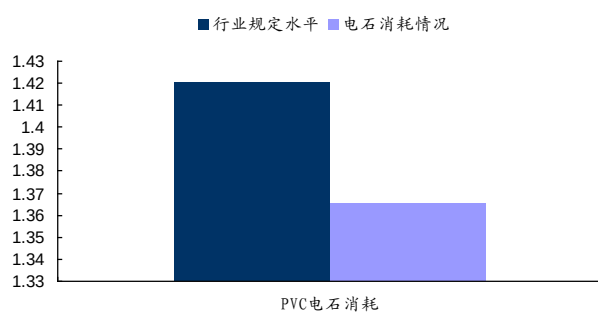
资料来源: 国信证券经济研究所

图 36: 公司产品电耗低于行业规定水平 单位: 度/吨



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图 37: 公司 PVC 电石消耗低于行业规定水平 单位: 吨/吨



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

公司新增电石产能将采用国际先进的西马克电石炉，在原有水平基础上，电石生产优势将进一步提升。

表 6: 公司密闭电石炉技术水平将进一步提高

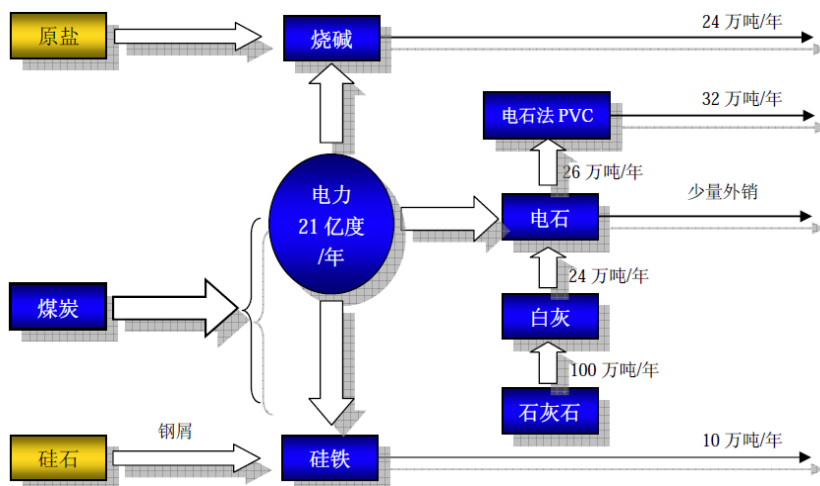
比较项目	西马克 46.5MW 电石炉	改型埃肯电石炉	优势
单台年产量规模	可达 12.5-15 万吨	5 万吨	
工艺电耗	3050Kwh/吨电石	3150Kwh/吨电石	少用 100 Kwh/吨电石, 折 37 元/吨电石
电极糊消耗	18KG/吨电石 (使用中空电极)	25 KG/吨电石	少用 7KG/吨电石, 折 21 元/吨电石
动力电消耗	30 Kwh/吨电石	80 Kwh/吨电石	少 50 Kwh/吨电石, 折 17.5 元/吨电石
水损失量	0.3 吨/吨电石	1.5 吨/吨电石	少 1.2 吨/吨电石, 折 3.6 元/吨电石
用工人员	约 15 人/台炉	约 45 人/台炉	人工相差约 30 元/吨
粉料利用	约占总料量的 15%		约 44.5 元/吨电石
炉气余热利用	可蒸气约 0.1 吨/吨		约 8.7 元/吨电石
成本差距合计			少 162.3 元/吨

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

一体化经营模式提升综合优势

依托当地煤炭资源优势，公司建立了“煤-电-氯碱化工”和“煤-电-特色冶金”一体化产业结构。完整的产业配套，一体化经营模式大大提高了公司的运营效益，通过整合上游资源，锁定上游原材料供给，有效的增强了抵御原材料价格波动的抗风险的能力。

图 38: 公司产业结构，其中蓝色部分为公司已形成部分



资料来源：国信证券经济研究所

自备电厂大幅降低能源成本

电力在公司电石法 PVC、烧碱、电石、硅铁等产品生产成本中所占比重较大，是公司完整产业链最重要的组成部分。

表 7: 电力成本占公司主营产品生产的比重

产品	2010 年	2009 年	2008 年
PVC	39.62%	36.25%	30.42%
液碱	43.45%	39.69%	39.67%
电石	51.42%	46.87%	41.31%
硅铁	59.64%	57.72%	53.20%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司拥有自备电厂，用电不受峰谷限制，保证了下游产品的平稳生产；同时，下游产业配套也保证了电厂能够高负荷运作，最大限度提高了设备利用率。

目前，公司生产电石所需白灰、生产 PVC 所需电石以及生产电石、硅铁所需电力基本实现自给。即使不考虑发电利润，自发自供电相比网上购电存在 0.0961 元/度的成本优势，扣税后为 0.0821 元/度。和同类电厂比，以 19 亿度自供电量计算，公司每年可获得 15606 万元的超额毛利。

表 8: 公司自备电厂优势

公司上网电价	系统备用费	网上购电价	扣税后成本优势
0.2435 元/千瓦时	0.0339 元/千瓦时	0.3735 元/千瓦时	0.0821 元/千瓦时

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

配套电石生产提升 PVC 产品综合竞争力

电石生产是整个 PVC 产业链的核心，它的品质以及能耗直接决定终端产品 PVC

的品质和经济效益。

配套电石生产的优势主要体现在以下几个方面：

1、电石买卖存在交易成本，受到自身物理化学特性影响，电石产品在储存和运输过程中会损失发气量，一般非电石产地的 PVC 企业为了确保连续生产，通常会储存一周左右的电石，再加上三天路途运输时间，电石发气量的损失会达到 5% 左右，这样就会相应的提高电石的消耗水平。

2、电石配套生产有利于确保原料性能的稳定，直接决定了终端氯碱产品的成本和可靠性。

3、电石自我配套符合当地产业政策，根据内蒙古地区的煤化工规划，未来将实现电石自我配套，小的硅铁和外供电石淘汰。对于污染也有要求，山西由于环境污染，产业转移至内蒙，现在乌海政府也要恢复电价，关停外供电石厂。

2010 年，内蒙古电石产量 460 万吨，占全国比例 30.61%，该地区未来可能停止对外省市电石的供应，将导致外省市原料供应受阻产品生产受限，形成对内蒙古地区氯碱产品竞争力的强有力支持。

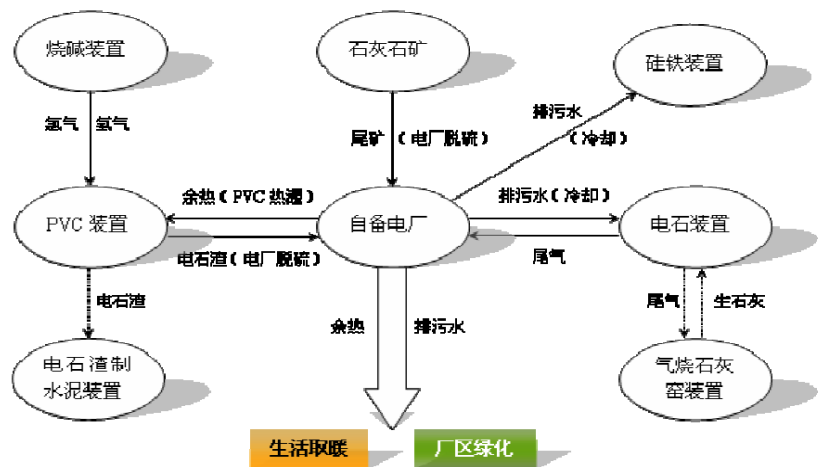
目前，内蒙君正三分之二的电石已实现自我配套，未来新建电石装置将进一步提升自给率。同时，公司地处电石主产区，在电石生产第二天即可进入 PVC 生产线，这样每年可以节约 2 万多吨的电石消耗，相当于获得了 6000 多万的成本优势。

循环经济利用进一步增强综合竞争力

公司是大力发展循环经济的代表企业，坚持走资源综合利用、循环经济的可持续发展道路，在节约能源的同时，基本实现了零排放。公司自备电厂混烧煤矸石和中煤发电，为资源综合利用电厂，得到政府的大力支持和鼓励，从 2008 年起享受到增值税减半征收的税收优惠政策。

目前，公司已实现多个环节的循环利用：电厂发电产生的余热用作生活取暖和募集资金拟投资年产 40 万吨 PVC/烧碱项目的生产热源；生产电石的上游原料石灰石尾矿和生产 PVC 产生的电石渣用于电厂脱硫剂；电厂的排污水经处理后一部分用于冶炼硅铁和生产电石设备的冷却水，一部分用做厂区绿化。

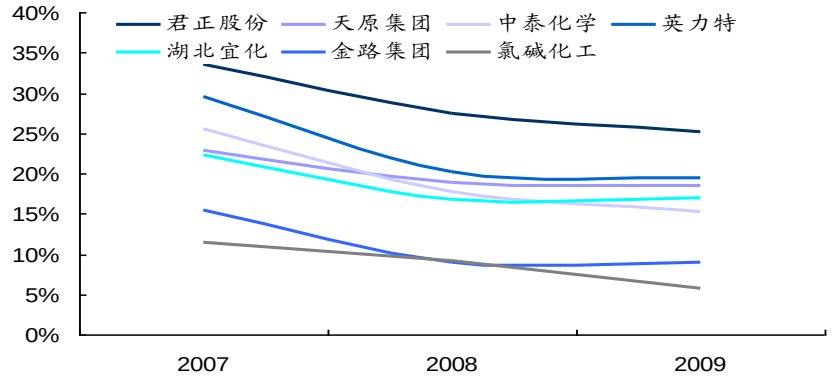
图 39：公司循环经济体系图



资料来源：国信证券经济研究所

完善的循环经济利用体系使得公司产品电耗低于行业水平,有效的降低了能源和原材料成本,极大地提升了设备使用效率,进一步增强了公司在行业内的综合竞争力。公司近三年综合毛利率高达 25%以上,远超同行业水平,随着公司规模的提升以及上游配套资源的自给,公司盈利能力有望大幅提升。

图 40: 同比上市公司综合毛利率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

新建项目大幅提升公司产能规模

募集资金项目建设 40 万吨/年聚氯乙烯项目、28 万吨/年离子膜烧碱项目, 项目投产后, 公司 PVC 产能将达到 45.5 万吨/年、烧碱产能 32 万吨/年。规划的鄂尔多斯生产基地也将于 2011 年开工建设, 包括 45 万吨电石、30 万吨 PVC/烧碱装置及配套水泥产能。

未来, 随着公司募集资金项目的全部建成投产、新建气烧石灰窑项目的完成以及公司产业链向上游煤炭资源的进一步延伸, 公司产业结构和技术水平将继续得到不断完善, 规模效应的放大将使得公司盈利能力和盈利水平将得到进一步提升。

盈利预测：11-13 年 EPS 为 1.33、1.80、2.41 元

我们预计国内 11-13 年 PVC 不含税平均价格为 6450 元/吨、6425 元/吨和 6400 元/吨，对应含税价格分别为 7547 元/吨、7518 元/吨和 7488 元/吨。

假设 11-13 年，电石全部自供且利润并入 PVC 产品中；12-13 年，随着洗煤产能的提高，工程煤全部自洗，利润计入洗煤业务。预计 11-13 年营业收入增长率为 54.97%、28.57%、33.76%，综合毛利率分别为 32.67%、33.07%、31.51%，我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 1.33、1.80、2.41 元。

表 9：内蒙君正分业务收入、毛利预测

供电	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（亿度）	24.39	19.00	19.00	19.00
销售价格（元/度）	0.35	0.35	0.35	0.35
生产成本（元/度）	0.20	0.20	0.20	0.20
销售收入（百万元）	847.22	665.76	665.76	665.76
毛利（百万元）	351.25	284.81	284.81	284.81
毛利率（%）	41.46%	42.78%	42.78%	42.78%
硅铁	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万吨）	11.39	11.00	11.00	11.00
销售价格（元/吨）	6033.57	6000.00	6000.00	5800.00
生产成本（元/吨）	5080.02	4935.00	4935.00	4935.00
销售收入（百万元）	687.52	660.00	660.00	638.00
毛利（百万元）	108.66	117.15	117.15	95.15
毛利率（%）	15.80%	17.75%	17.75%	14.91%
电石	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万吨）	1.03			
销售价格（元/吨）	2495.44			
生产成本（元/吨）	2249.37			
销售收入（百万元）	25.63			
毛利（百万元）	2.53			
毛利率（%）	1.03			
PVC	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万吨）	26.20	32.00	45.00	70.00
销售价格（元/吨）	6324.22	6450.00	6425.00	6400.00
生产成本（元/吨）	4821.92	4898.00	4685.00	4600.00
销售收入（百万元）	1656.81	2064.00	2891.25	4480.00
毛利（百万元）	393.57	496.64	783.00	1260.00
毛利率（%）	23.75%	24.06%	27.08%	28.13%
片碱	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万吨）	4.56	15.00	20.00	30.00
销售价格（元/吨）	1457.85	1500.00	1475.00	1450.00
生产成本（元/吨）	1625.81	1446.00	1411.00	1390.00
销售收入（百万元）	66.53	225.00	295.00	435.00
毛利（百万元）	-7.66	8.10	12.80	18.00
毛利率（%）	-11.52%	3.60%	4.34%	4.14%
液碱	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万吨）	17.96	8.00	14.00	24.00
销售价格（元/吨）	906.02	1200.00	1150.00	1100.00
生产成本（元/吨）	989.50	946.00	921.00	900.00
销售收入（百万元）	162.69	96.00	161.00	264.00
毛利（百万元）	-14.99	20.32	32.06	48.00
毛利率（%）	-9.21%	21.17%	19.91%	18.18%
工程煤	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万吨）	49.63	100.00		

销售价格 (元/吨)	250.00	250.00		
生产成本 (元/吨)	181.07	150.00		
销售收入 (百万元)	124.07	250.00		
毛利 (百万元)	34.21	100.00		
毛利率 (%)	27.57%	40.00%		
洗煤	2010	2011E	2012E	2013E
销售量 (万吨)		200.00	300.00	300.00
销售价格 (元/吨)		360.00	360.00	3.60
生产成本 (元/吨)		220.00	206.67	206.67
销售收入 (百万元)		720.00	1080.00	1080.00
毛利 (百万元)		300.00	460.00	460.00
毛利率 (%)		41.67%	42.59%	42.59%
水泥熟料	2010	2011E	2012E	2013E
销售量 (万吨)	38.57	70.00	100.00	100.00
销售价格 (元/吨)	218.84	220.00	273.00	273.00
生产成本 (元/吨)	153.22	170.00	190.00	180.00
销售收入 (百万元)	84.40	154.00	273.00	273.00
毛利 (百万元)	25.31	35.00	83.00	93.00
毛利率 (%)	29.98%	22.73%	30.40%	34.07%
其他	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	92.84	0.00	0.00	0.00
毛利 (元/万度)	15.40	0.00	0.00	0.00
各项抵消	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	960.79	665.76	665.76	665.76
毛利 (元/万度)	8.80	0.00	0.00	0.00
合计	2010	2011E	2012E	2013E
收入	2786.93	4169.00	5360.25	7170.00
收入增长率 (%)	115.42%	49.59%	28.57%	33.76%
利润 (百万元)	899.47	1362.02	1772.82	2258.96
成本 (百万元)	1887.46	2806.98	3587.43	4911.04
综合毛利率 (%)	32.27%	32.67%	33.07%	31.51%

资料来源：国信证券经济研究所预测

油价上涨推动业绩弹性突出

PVC 是公司盈利的主要产品，未来随着公司募集资金项目的投产，PVC 产能提升将进一步增大该产品的盈利比重。原油价格上涨推高大宗原材料价格，在上游煤炭原料成本的推动下，PVC 市场价格从 2011 年初到现在已上涨 100-300 元。公司拥有从“煤炭—电厂—氯碱”的完整产业链，受益于原料价格上涨，利润空间扩大增厚公司业绩弹性。

假设公司 11-13 年 PVC 销量为 32、45 和 70 万吨，PVC 价格上涨 1000 元，对应 11-13 年业绩增厚分别为 0.31 元、0.44 元和 0.67 元，11-13 年 EPS 增至 1.64 元、2.24 元和 3.09 元。

表 10：产品价格对公司利润的敏感性分析

PVC 产品价格	6450	6650	6850	7050	7250	7450
2011 年 EPS	1.33	1.35	1.39	1.45	1.53	1.64
2012 年 EPS	1.80	1.83	1.89	1.98	2.10	2.24
2013 年 EPS	2.42	2.48	2.57	2.70	2.88	3.09

资料来源：国信证券经济研究所

估值及投资建议，给予“推荐”的投资评级

目前，氯碱行业上市公司有超过 15 家，剔除掉 st 后有 11 家，在可比同业公司选择中，与内蒙君正同行业且产业链配套相近的中泰化学、新疆天业、天原集团和英力特，选择其中 10 年业绩有参考的其中三家公司作为参考。

我们以估值的两个核心变量——盈利能力和盈利增长对这些公司进行分别比较，以期找出内蒙君正合理的定价区间。

内蒙君正的 ROE 远超其他三家同行业可比公司，08-10 年成长性亦高于行业水平。待募集资金投产后公司，未来三年净利润预期复合增长率约 47.02%。

上述同行业可比三家公司 10 年 EPS 分别为 0.27、0.25、0.43E 元，目前股价对应的 10 年 P/E 为 56X、69X、42X，平均 P/E 为 56X。中泰化学受新疆板块效应影响，估值过高，参考意义不大。天原集团和英力特 10 年的平均 P/E 为 56 倍，以此为参考依据。内蒙君正 10 年扣除非经常性损益摊薄后 EPS 为 0.71 元，P/E54X-58X 对应的合理价值为 38.34~41.18 元/股。

上述同行业三家公司 11 年预测的 EPS 分别为 0.45、0.68、0.64 元，目前股价对应的 11 年 P/E 为 34X、26X、29X，平均 P/E 为 29X。考虑到公司拥有完整的产业链，盈利能力远超同行业，可以给予一定的估值溢价，预计内蒙君正 11 年摊薄后 EPS 为 1.33 元，P/E28X-30X 对应的合理价值区间为 37.24~39.90 元/股。

公司当前股价对应的 P/E 仅为 22 倍，价格低估，给予“推荐”的投资评级。

表 11：同行业公司估值指标对比

公司名称	盈利增长		盈利能力 (ROE)			03/02 收市价 (元/股)	10EPS (元/股)	10P/E (X)	预测	
	2010	CAGR (08-10)	2008	2009	2010				11EPS (元/股)	11P/E (X)
中泰化学	182.43%	54.52%	7.47%	6.50%	5.64%	15.20	0.27	56.09	0.45	33.78
天原集团	-36.04%	-22.99%	5.02%	4.54%	3.17%	17.38	0.25	69.52	0.68	25.56
英力特	160.00%	36.17%	10.30%	9.69%		18.44	0.43	42.88	0.64	28.81
平均	73.86%	9.11%	6.81%	5.83%	2.76%			56.16		29.38
内蒙君正	216.45%	51.96%	20.36%	12.21%	16.52%	29.58	0.93	31.64	1.33	22.24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、公司主导产品 PVC 和烧碱售价受经济波动影响明显，价格波动可能导致盈利波动明显，导致公司业绩波动。
- 2、公司享受增值税减免、所得税优惠等政策，如果税收政策发生变动，将会影响公司业绩。
- 3、公司募投项目和上游资源整合进展存在不确定性。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	175	1047	2017	3226	营业收入	2800	4339	5579	7463
应收款项	239	380	489	654	营业成本	1888	2922	3734	5112
存货净额	277	363	469	655	营业税金及附加	29	39	47	59
其他流动资产	239	391	502	672	销售费用	130	164	184	269
流动资产合计	930	2181	3477	5208	管理费用	161	214	244	320
固定资产	3223	3554	3793	3505	财务费用	147	96	41	32
无形资产及其他	228	219	210	201	投资收益	(1)	3	20	150
投资性房地产	23	23	23	23	资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	177	177	177	177	其他收入	0	0	0	0
资产合计	4582	6155	7680	9114	营业利润	444	907	1350	1822
短期借款及交易性金融负债	171	100	250	200	营业外净收支	72	66	66	66
应付款项	392	544	703	983	利润总额	517	973	1416	1888
其他流动负债	50	45	58	80	所得税费用	31	122	266	344
流动负债合计	612	689	1010	1263	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	2406	906	1306	1406	归属于母公司净利润	486	851	1150	1545
其他长期负债	12	12	12	12					
长期负债合计	2418	918	1318	1418	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3030	1607	2328	2681		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	36	36	36	36	净利润	486	851	1150	1545
股东权益	1516	4512	5317	6398	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益合计	4582	6155	7680	9114	折旧摊销	0	322	370	396
					公允价值变动	0	0	0	0
					财务费用	147	96	41	32
					营运资本变动	(596)	(231)	(155)	(218)
					其他	(0)	(0)	(0)	(0)
					经营活动现金流	(109)	942	1365	1723
					资本开支	(163)	(644)	(600)	(100)
					其他投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(219)	(644)	(600)	(100)
					权益性融资	1	2400	0	0
					负债净变化	466	(1500)	400	100
					支付股利、利息	(148)	(255)	(345)	(463)
					其它融资现金流	(293)	(71)	150	(50)
					融资活动现金流	343	574	205	(413)
					现金净变动	15	872	970	1209
					货币资金的期初余额	160	175	1047	2017
					货币资金的期末余额	175	1047	2017	3226
					企业自由现金流	(201)	322	728	1472
					权益自由现金流	(28)	(1333)	1245	1496

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	