

戈壁明珠不为人识，盐湖资源铸就拐点

公司研究动态

◆公司依托青海柯柯及内蒙古吉兰泰两大盐湖资源，未来综合利用潜力巨大：

公司拥有青海柯柯盐湖 12.2 平方公里的盐湖资源，其是不为市场关注的巨大宝藏。据查盐湖固体矿层及卤水储量分别达到 10.3 亿吨和 2.39 亿吨，计算得其中仅氯化钠就含有 7.93 亿吨，其余包括氯化钾 365 万吨以及丰富的镁资源等。且青藏铁路专用线直达，交通便利。目前依托中国科学院青海盐湖所，当地已形成了对该盐湖的综合开发利用方案，未来盐湖开发将逐步摆脱原盐开采的初级阶段，深入开发硫酸钾及镁盐等系列产品。

除柯柯盐湖外，公司内蒙古吉兰泰盐湖原盐开采成本极低（仅 60 元/吨），目前吨净利约 90 元，未来公司将充分受益于并矿盐成本推动的原盐价格上涨。

◆年内投产的青海昆仑碱业 100 万吨/年纯碱由于低成本将带来公司的业绩拐点：

公司控股 51% 的青海昆仑碱业 100 万吨纯碱项目将于今年 8 月试车，年内投产。昆仑碱业拥有青海柯柯盐湖的丰富资源，还拥有当地的煤矿和石灰石矿，其完全成本约 600 元/吨，按目前市场价格吨净利超过 500 元。假设 12 年纯碱年均出厂价格在 1600 元/吨（含税），负荷 90%，昆仑碱业可贡献业绩 0.66 元/股，这将带来公司的业绩拐点。

◆公司还有不为市场关注的煤炭及石灰石资源：

公司在内蒙古拥有丰富的煤炭及石灰石资源，公司旗下在建的煤矿有 60 万吨/年巴音井田、45 万吨/年千里沟福利煤炭（51%权益）、30 万吨/年黄土川煤矿，出产工程煤。我们测算工程煤业务将在 12-13 年分别贡献业绩 0.17 元/股和 0.34 元/股。

◆资源支撑下金属钠、氯酸钠业务成本优势突出，核级钠国内唯一且 15 年有望贡献业绩：

在强大资源属性下公司深挖盐产业链，目前公司已全球最大的金属钠供应商，国内最大的氯酸钠企业。由于两者均是高耗能及资源性产品（吨金属钠需耗电 10500 度，吨氯酸钠耗 5500 度电），因此在公司盐湖及煤炭资源支撑下其产品成本优势突出。

中国实验快堆突破将推进第四代核电建设，而公司核级钠技术全国唯一，2015 年有望在福建三明快堆示范项目上突破，经测算该示范堆运行需约 8000 吨核级钠作为冷却剂，可贡献公司业绩约 0.37 元/股。

◆公司经营拐点已现，给予“买入”评级，目标价 20 元：

公司手握两大盐湖资源，其中柯柯盐湖开发将向综合利用钾肥、镁盐等方向发展。短期看，公司青海 100 万吨/年纯碱项目及内蒙煤炭项目即将开始贡献业绩；另外公司作为央企中国盐业总公司旗下上市平台，资本运作空间巨大。长期看，核级钠不再是概念，逐步成为现实，每 160 万千瓦示范快堆核电站可贡献业绩约 0.37 元/股。

预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.25/0.99/1.35 元。考虑到公司的资源属性、经营拐点已现，可给予一定的估值溢价；而且公司 12 年开始迎来爆发式发展，可参考 12 年业绩进行估值，我们给予公司“买入”的投资评级，目标价 20 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,088	1,420	1,637	3,140	3,667
净利润（百万元）	33	55	90	355	484
净利润增长率	-45.55%	69.92%	63.39%	293.18%	36.11%
EPS（元）	0.09	0.15	0.25	0.99	1.35
ROE	3.33%	5.02%	7.61%	23.17%	24.67%
P/E	148	87	53	14	10

买入（维持）

当前价/目标价：13.39/20.00 元

目标期限：12 个月

分析师

程磊（执业证书编号：S0930510120003）
021-22169157
chenglei@ebcn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）
021-22169167
zhangly@ebcn.com

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）
021-22169077
wangxixin@ebcn.com

联系人

孙琦祥
021-22169123
sunqx@ebcn.com

市场数据

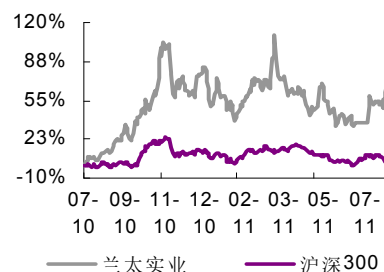
总股本(亿股)：3.59

总市值(亿元)：48.09

一年最低/最高(元)：8.25/17.98

近 3 月换手率：145.11%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	20.86	19.56	57.65
绝对	18.57	13.56	61.44

相关研报

投资要件

关键假设

1、公司青海昆仑碱业 100 万吨/年纯碱项目 11 年年内投产，11-13 年产量分别达到 10 万吨、100 万吨和 110 万吨。

2、公司 12-13 年工程煤销量分别为 30 万吨和 60 万吨。

我们区别于市场的观点

1、公司青海柯柯盐湖资源综合利用发展前景广阔：

公司拥有青海柯柯盐湖 12.2 平方公里的盐湖资源，其是不为人知的巨大宝藏。资料显示盐湖固体矿层及卤水储量分别达到 10.3 亿吨和 2.39 亿吨，计算得其中仅氯化钠就含有 7.93 亿吨，其余包括氯化钾 365 万吨以及丰富的镁资源等。而且青藏铁路专用线直达，交通便利。

由于目前盐湖综合利用开发方案已经逐步成熟，我们认为未来盐湖将远不止停留在目前的原盐开采的初级阶段，参考青海盐湖所的开发方案和经验，未来柯柯盐湖将逐步进行硫酸钾肥和镁盐等系列产品的综合利用。

2、2012 年纯碱行业并不悲观，公司纯碱盈利能力将超出市场预期：

市场普遍认为纯碱是产能过剩行业，仅有脉冲性机会。实际上近两年纯碱行业平均开工率已提升至 85% 以上，未来下游玻璃等产能扩张速度较快，受原盐成本提高等影响，纯碱成本也在不断抬高。因此我们判断 2012 年纯碱的开工率约 84%~85%，华东出厂含税均价，轻质纯碱 1700-1800 元/吨，重质纯碱 1800-1900 元/吨，并非市场预期的那么悲观。

公司控股 51% 的青海昆仑碱业 100 万吨纯碱项目将于今年 8 月试车，年内投产。昆仑碱业拥有青海柯柯盐湖的丰富资源，还拥有当地的煤矿和石灰石矿，因此公司的纯碱盈利能力将远远超出市场预期。预计昆仑纯碱在 12/13 年将贡献业绩分别为 0.66/0.77 元/股。

3、公司煤炭业务不为市场关注：

公司旗下煤矿有 60 万吨/年巴音井田、45 万吨/年千里沟福利煤炭（51% 权益）、30 万吨/年黄土川煤矿，目前皆处于建设阶段，出产工程煤。我们测算工程煤业务将为公司 12-13 年分别贡献 0.17 元/股和 0.34 元/股。

4、核级钠不只是概念，公司有望在三明项目突破并于 15 年贡献业绩：

公司拥有国内唯一核级钠生产技术，并已成功为中国实验快堆提供了约 350 吨核级钠。2011 年 7 月 21 日中国实验快堆的成功并网发电将推进第四代核电建设，15 年公司有望率先在福建三明项目上取得突破并贡献业绩。经测算，该电站需约 8000 吨核级钠，可贡献业绩约 0.37 元/股。

股价上涨的催化因素

- 1、公司纯碱达产，煤炭销售逐步放量
- 2、公司柯柯盐湖综合利用逐步取得进展
- 3、公司业绩及资本运作超出市场预期

估值和目标价格

考虑到公司的资源属性，以及其经营拐点已现且 12 年开始迎来大发展，可更多参考 12 年的估值，并给予一定的估值溢价。参考相对估值和绝对估值，我们认为公司合理的价值区间在 20 元-24 元。我们给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 20 元。

投资风险

主要产品的价格大幅波动及项目建设进度低于预期

一、公司简介

1.1、公司概况

公司是集盐和盐精细化工为一体的资源类企业，拥有丰富的盐湖资源，公司是全球最大的金属钠与国内最大的氯酸钠供应商。未来中短期看昆仑碱业纯碱业务和煤炭资源开发，长期看柯柯盐湖资源的综合利用及核级钠的需求，这些都将为公司未来5-10年业绩持续快速增长的重要来源。

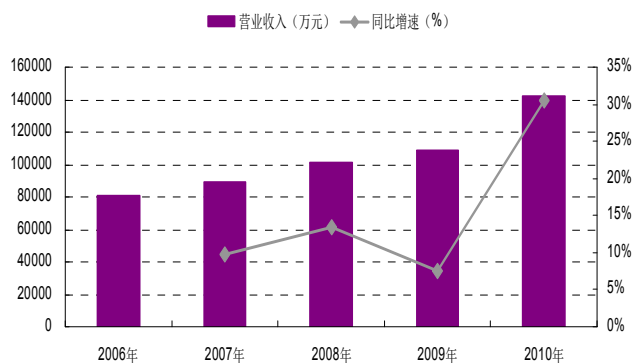
图1： 兰太实业主营业务收入情况 单位：万元

	2010 年	比例	2009 年	比例
金属钠	43734	31%	27976	26%
氯酸钠	26282	19%	20729	19%
盐	24767	17%	24831	23%
营业收入	142015	100%	108827	100%

资料来源：WIND 光大证券研究所

图2： 公司营业收入（2006-2010 年）

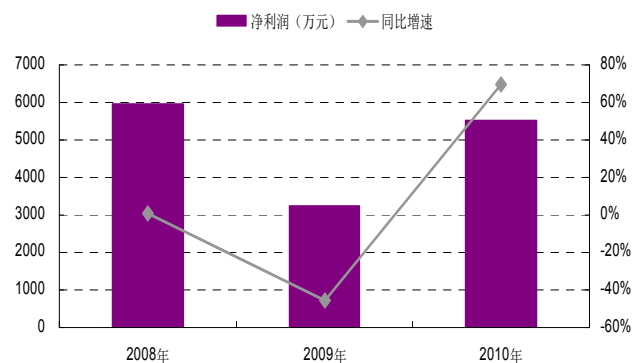
近 5 年公司主营收入平均年增速 15.35%



资料来源：WIND 光大证券研究所

图3： 公司净利润（2008-2010）

公司净利润 10 年增速较快



资料来源：WIND 光大证券研究所

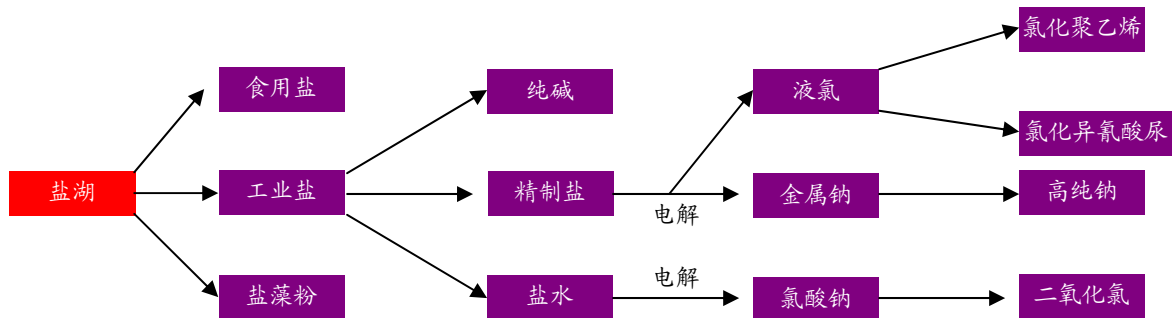
图4： 兰太实业主要资产情况

	公司	产品/产能	备注
本部	盐事业部	150 万吨/年盐产品	
	制钠事业部	4.5 万吨/年金属钠，1000-2000 吨/年高纯钠	
主要控股公司	中盐江西南太化工有限公司	15 万吨/年氯酸钠及 15 万吨/年双氧水	控股 51%
	中盐青海昆仑碱业有限公司	现有 11 万吨/年产能，11 年 9 月再投产 100 万吨/年纯碱	控股 51%
	内蒙古兰太资源开发公司	60 万吨/年巴音井田煤矿、30 万吨/年黄土川煤矿、45 万吨/年千里沟福利煤矿（51%权益）在建	控股 100%
	阿拉善经济开发区污水处理公司	4 万吨/天污水处理、5 万吨/天再生水回用处理	控股 75%
次要控股公司	内蒙古阿拉善兰太进出口公司		控股 95%
	内蒙古兰太药业有限责任公司		控股 100%
	中国海洋大学兰太药业公司		控股 73.7%

资料来源：公司年报

图表5： 公司主营所处产业链情况

公司专注于深挖盐湖资源



资料来源： 光大证券研究所

从上图可见，盐湖资源是公司产品链中的核心和基础；其次，除盐之外，公司目前的主要产品金属钠和具有未来前景的产品氯酸钠是高能耗产品，因此电力供应也是十分关键的。

1.2、“背靠”中盐，公司未来发展潜力巨大

中国盐业总公司成立于1950年，为国资委管理的国有大型企业，是亚洲最大的盐业企业，在国际盐行业中具有重要的地位和作用。

中国盐业总公司2009年全年实现营业收入158.9亿元，实现利润总额6.0亿元，截止2009年底，总资产310.1亿元；全年生产各类盐1058万吨，聚氯乙烯26.9万吨，烧碱41.8万吨，纯碱42.6万吨等。

图表6： 中国盐业总公司产业链版图

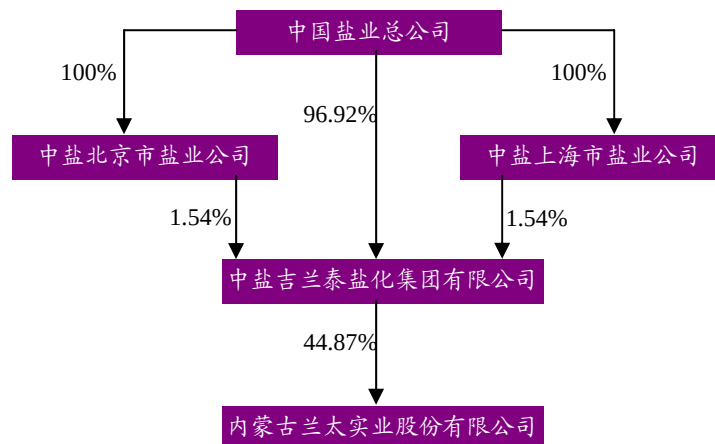
产业	细分	下属公司
专 营 产业		中盐北京市盐业公司、中盐上海市盐业公司等 19 家专营盐业公司
制 盐 产业	海盐	中盐长芦沧州盐化集团有限公司
	湖盐	中盐吉兰泰盐化集团有限公司、中盐雅布赖盐化集团有限公司
	井 矿 盐	中盐金坛盐化有限责任公司、中盐皓龙盐化有限责任公司、中国盐业总公司湖北分公司、中盐江西盐化有限公司、中盐安徽盐化集团股份有限公司中盐榆林盐化有限公司、中盐镇江盐化有限公司、中盐舞阳盐化有限公司
化 工 产业		中盐安徽红四方股份有限公司、中盐吉兰泰盐化集团有限公司、中盐运城盐化集团有限公司、中盐湖南株洲化工集团有限公司、中盐常州化工股份有限公司、中盐昆山有限公司、中盐华祥盐化工有限公司
其 他 产业		中盐制盐工程技术研究院、中盐勘察设计院、中盐国本盐业有限公司、中盐国利投资发展有限公司、中盐进出口有限公司、中国盐业总公司新郑二〇六库、中盐和鹰控股有限公司。

资料来源：光大证券研究所

2005年中国盐业总公司入主兰太实业，从以下两方面来讲有利于公司长期发展。一、背靠“国字号”大股东，公司在经营、销售方面拥有更

广阔的网络、渠道；二、中盐集团作为典型的央企，目前旗下仅兰太实业、ST南风两家上市公司，在国家大力推进央企整体上市的大背景下，公司资本运作空间巨大。

图表7： 中国盐业总公司为公司实际控制人



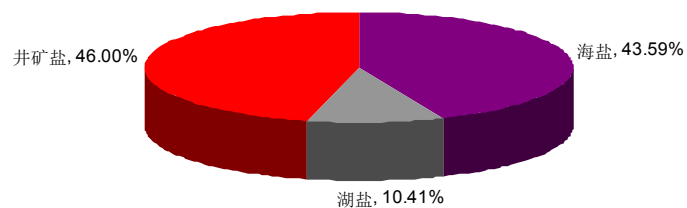
资料来源： 光大证券研究所

二、 行业分析

2.1 原盐——趋势向上下湖盐具有极强的盈利能力

图表8： 原盐构成情况

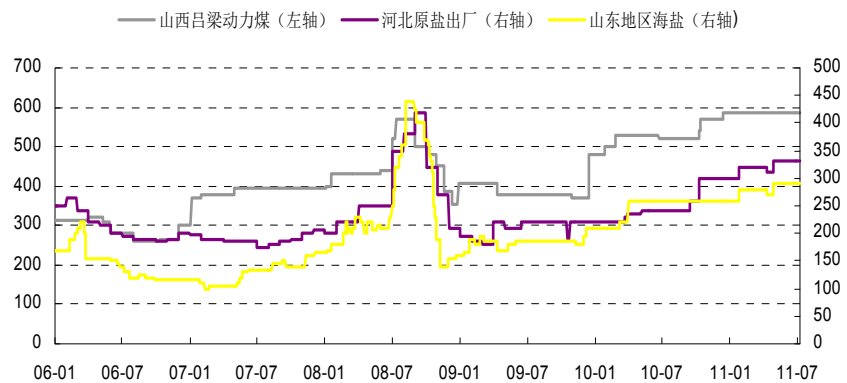
国内接近一半的盐来自于井矿盐



资料来源： 光大证券研究所

图表9： 煤炭及原盐价格对比（2006-2011） 单位（元/吨）

不同于海盐和湖盐，井矿盐的开采成本中 70%来自于煤炭。09 年至今煤炭价格稳步上行，不仅推高井矿盐的生产成本，更使得原盐整体的价格出现上行。未来煤炭趋势向上下，低价原盐将一去不复返。



资料来源：百川资讯 光大证券研究所

图表10： 原盐不同种类的成本对比

湖盐的生产成本远远低于海盐及井矿盐，是原盐涨价的最大受益者

	海盐	湖盐	井矿盐
成本来源	海盐中杂质较多，提纯成本较高	仅存在资源费和人工成本，盈利能力强	井矿盐都是通过水溶法采卤后，再采用真空制盐工艺制取。其生产过程需用到蒸汽、煤、电，成本70%来自于煤炭。
具体成本	120-130 元/吨	30-60 元/吨	220-260 元/吨

资料来源：光大证券研究所

2.2 金属钠—资源属性强、新增需求不断出现

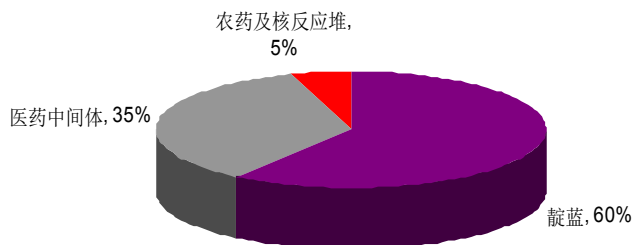
金属钠全球产能向中国转移

金属钠的生产需要消耗大量资源。据了解，一吨金属钠大约需要消耗1-1.3万度电，电的成本占总成本的50%以上，另外需要消耗2.8吨盐。因此金属钠行业当中，能否获得较为低廉的能源成本企业竞争力的最核心因素。

另外金属钠的生产过程中会副产氯，因此对环境保护的要求比较高。因此，国际上原有第一的美国杜邦、第二的法国麻萨以及诸如俄罗斯等生产企业目前均逐步停产。而产能向中国的转移同时也给中国的金属钠生产企业带来的机会。

金属钠下游需求增长稳定，新应用领域不断出现

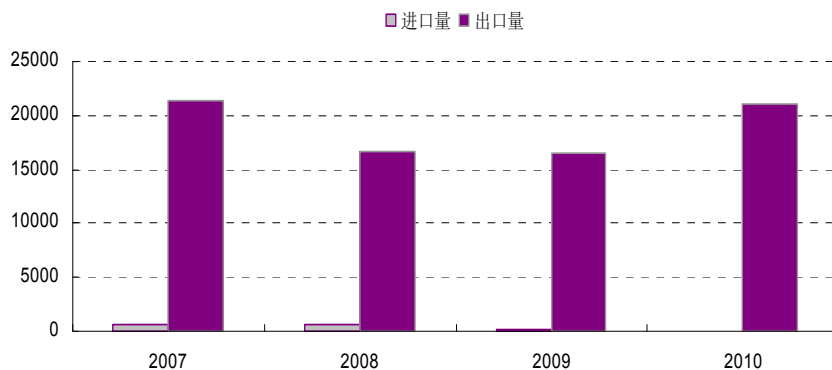
图表11： 金属钠的下游用途一览



资料来源：光大证券研究所

图表12： 靛蓝进出口情况 2007-2010 年

约有 30%的靛蓝用于出口



资料来源：中国海关 光大证券研究

另外金属钠不断有新增需求出现，例如液态钠可用于硅烷法的多晶硅生产，目前多晶硅主流工艺还是改良西门子法。而硅烷法多晶硅工艺，1吨多晶硅需要 1.3-1.5 吨液态钠，目前国内仅兰太实业能生产液体钠。目前在建的该工艺项目有浙江中宁硅业 1500 吨/年，六九硅业 3000 吨/年，如果这些项目能顺利运行，年新增液态钠需求约 6000 吨。

金属钠资源属性强，行业门槛高

一方面金属钠的生产条件较高，包括需要在干燥气候和温度偏低的环境生产，且当地电力和盐资源需要十分丰富（一吨金属钠需要消耗1-1.3万度的电和2.8吨精制盐）。另外一方面，正是由于金属钠的高耗能，导致国家目前对于其新建产能的审批十分严格，新建制钠厂十分困难。

下游靛蓝产业向内蒙阿拉善集聚利好兰太实业

目前我国主要靛蓝厂商基本已进驻阿拉善经济开发区，其中位列前

两位的靛蓝厂—江苏泰丰和北京染料厂已经分别在开发区成立内蒙古泰兴泰丰化工和西北染料有限公司。这两个生产基地就在兰太实业附近，作为这个靛蓝产业聚集的中心，兰太实业将受益。

2.3 核级钠—实验快堆突破将带来核级钠爆发式需求

钠冷快堆将成为未来核电技术主流之一

第四代核电技术包括6种堆型，分别是钠冷快堆、铅冷快堆、气冷快堆、超临界水堆、熔盐堆和超高温堆。快中子反应堆是世界上第四代先进核能系统的主力堆型，代表了第四代核能系统的发展方向。

以快堆为牵引的先进核燃料循环系统具有两大优势：一是能够大幅度提高铀资源的利用率，可将天然铀资源的利用率从目前核电站中广泛应用的压水堆的约1%提高到60%以上；二是可以嬗变压水堆产生的长寿命放射性废物，实现放射性废物的最小化。

图表13： 快中子反应堆是未来核反应堆方向

随着未来对核安全的重视，只要核技术继续发展，那么快中子反应堆就是核反应的方向

性能	快中子反应堆	热中子反应堆
冷却剂	核级钠	轻水、重水、二氧化碳、氦气等
燃料利用率	60-70%	1%
燃料来源	钚-239，贫铀、反应堆中卸出的乏燃料	高品位铀矿
热效率	40%以上	30%左右
安全性	任何情况下都可实现自动停止运行、保证反应堆内部元件的完整性	稍差

资料来源：光大证券研究所

世界快堆核电技术发展一般经过建造实验堆、原型堆、经济性验证快堆和商用快堆几个研究发展阶段。世界上总建起过21座快堆，目前正在运行的有6座，其中俄国2座，日本2座，中国1座，印度1座。正在建造、计划建造和设计的快堆有15座，其中包括中国、韩国和巴西等国。

核级钠是快堆冷却剂的首选

图表14： 核级钠：未来反应堆的必需冷却剂

反应堆种类	冷却剂	地位
热中子反应堆（慢中子堆）	轻水、重水、二氧化碳、氦气	目前主流
快中子反应堆（简称快堆）	金属钠	正逐步走向成熟

资料来源：光大证券研究所

快堆技术的发展和推广，对促进我国核电可持续发展和先进燃料循环体系的建立，对核能的可持续发展具有重要意义。

我国实验快堆的成功并网发电预示着核电快堆时代的到来

中国实验快堆(CEFR)于2009年5月开始系统热调试，2010年7月21日实现首次核临界，2011年7月21日10时成功实现并网发电。这一国家

“863”计划重大项目目标的全面实现，标志着列入国家中长期科技发展规划前沿技术的快堆技术取得重大突破。这也标志着我国在占领核能技术制高点，建立可持续发展的先进核能系统上跨出了重要的一步。

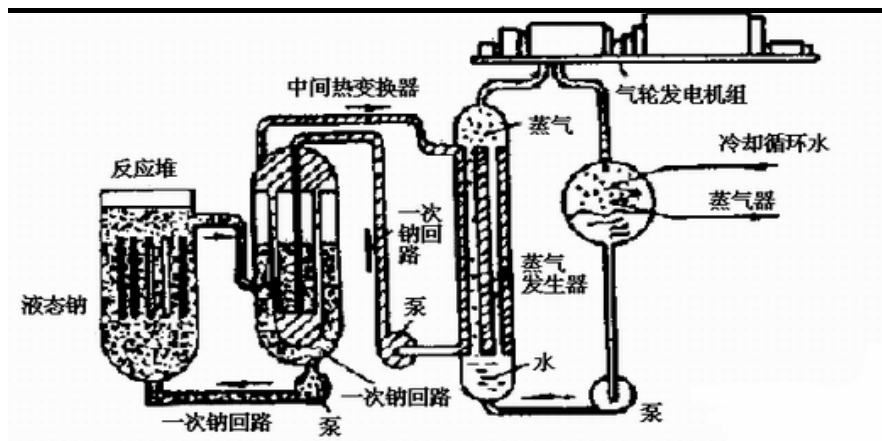
该堆采用先进的池式结构，核热功率6.5万千瓦，实验发电功率2万千瓦，是目前世界上为数不多的大功率、具备发电功能的实验快堆，其主要系统设置和参数选择与大型快堆电站相同。实验快堆充分利用固有安全性并采用多种非能动安全技术，安全性已达到第四代核能系统要求。

中国快堆发展拟采取三步走的发展战略，即实验快堆——示范快堆——大型商用快堆。随着实验快堆的突破，我国将加快推进第四代核电机组——中国示范快堆的建造。

目前中核集团已开始筹建福建三明核电快堆项目，其一期工程规划建设 $2 \times 800\text{MW}$ (2×80 万千瓦)级钠冷快中子反应堆核电机组，技术方案参考俄罗斯商用示范快堆电站BN800机组。一期工程1号机组拟于2013年开工建设，建设期为60个月；2号机组拟于2014年开工建设，建设期为60个月，并计划分别于2018年和2019年投入商业运行。

图表15： 钠冷快中子反应堆是第四代核反应堆主流方向

钠冷快堆机构示意图



资料来源：光大证券研究所

我们判断未来还会有更多的第四代示范快堆规划和建设，中国将迎来快堆建设的新时代

快堆时代的到来将带来核级钠爆发式的需求

快堆时代的到来，将推动相关配套产业的迅猛发展，而作为快堆冷却剂的核级钠也将面临爆发式需求的机遇。

以法国超凤凰快堆电站为例，其是一座钠冷、池式、四环路快中子堆商用验证电站。其电站热功率300万千瓦，净电功率120万千瓦。其堆芯共364个燃料组件，通过堆芯的钠流量为5.9万吨/小时。其采用池式结构，钠池内径21米，高19.5米，堆芯高1米，(钠相对水的密度为0.968)，另外在堆芯上游系统还有一个核级钠换料罐。通过测算，该快堆需用核级钠约6000吨。

一般而言，示范快堆的规模为80-100万千瓦时，而法国超凤凰120万千瓦的快堆需冷却剂6000吨。另外2万千瓦的中国实验快堆(CEFR)需核级钠约350吨。可以估算出一般的100万千瓦快堆，最少需要核级钠5000

吨。随着第四代核电技术的应用，对核级钠将产生爆发式的需求，从而给相关核级钠生产公司带来深远的影响。

2.4 纯碱—供需紧张下价格坚挺

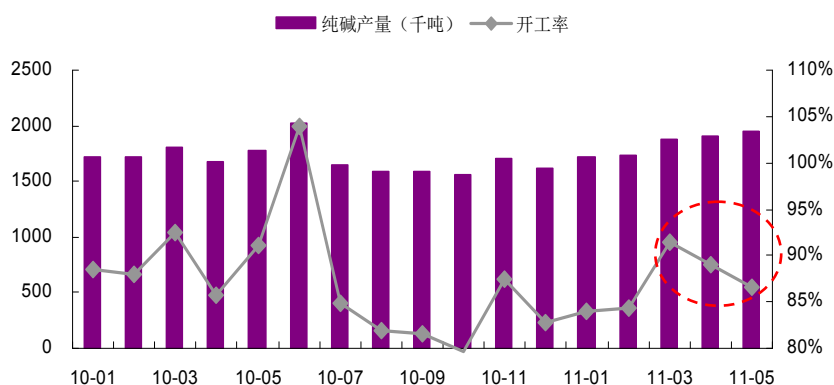
纯碱行业供求分析

供应端：产能利用率高

市场之前的观点中对于纯碱行业往往是一个比较过剩的印象，认为其和氯碱、化肥行业一样，供大于求明显。事实上，纯碱行业近两年的产能利用率接近90%。

图表16： 纯碱行业产量及开工率一览（2010年至今）

纯碱行业 2010 年至今平均月开工率为 87%（且其中包括由于节能减排限电所造成的开工率下降因素），因此产能利用率较高。其中特别是今年 3-5 月，纯碱行业开工率在 90%左右。

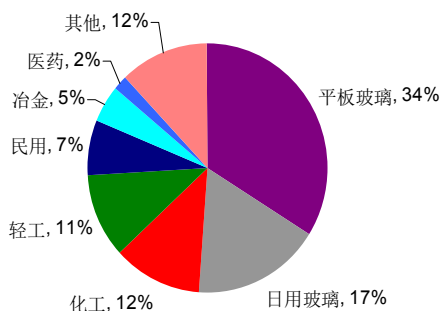


资料来源：光大证券研究所

需求端：下游需求较快增长

图表17： 纯碱下游需求分布情况

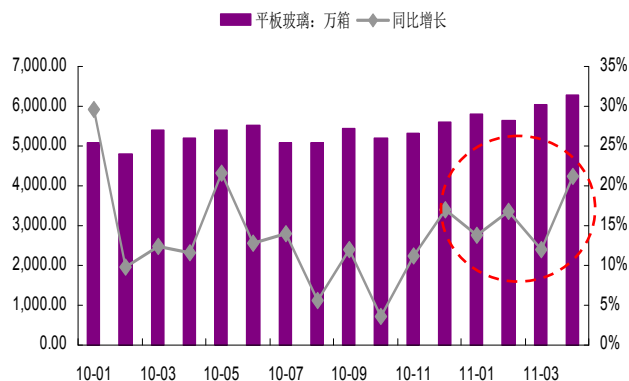
平板玻璃和日用玻璃占据纯碱大半需求



资料来源：光大证券研究所

图表18： 平板玻璃行业产量增速明显

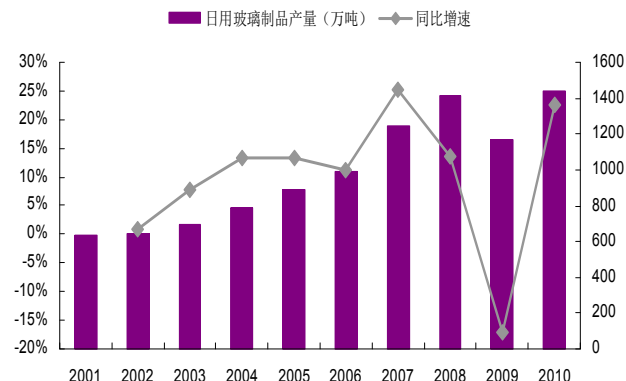
平板玻璃对纯碱需求拉动明显



资料来源：光大证券研究所

图表19： 日用玻璃制品产量平稳增长

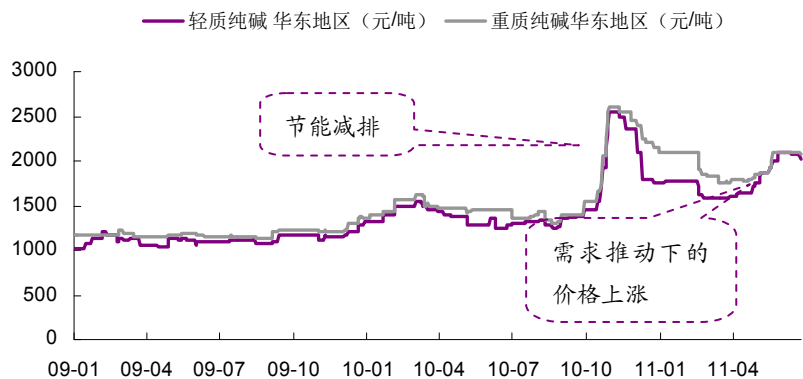
日用玻璃 2001-2010 年平均增速 10.14%



资料来源：光大证券研究所

供需紧张下纯碱价格坚挺

图表20： 纯碱价格走势（2009 至今）



资料来源：光大证券研究所

市场部分认为今年的纯碱高价是脉冲性的，就像去年的节能减排。而我们从6月就认为纯碱这轮价格将在高位（1800-2100元/吨，含税价）维持较长的一段时间。主要理由：

1、从价格走势上看，纯碱涨价始于2月下旬，因此涨价的动力不在限电，而在于下游需求的增长，这点从下游产量可以看出。这也是我们很早就认为纯碱将在高位维持的根本原因，另外在1-5月份85%以上开工率的基础上，8-9月的夏季限电可能将引发价格短期大幅走高。

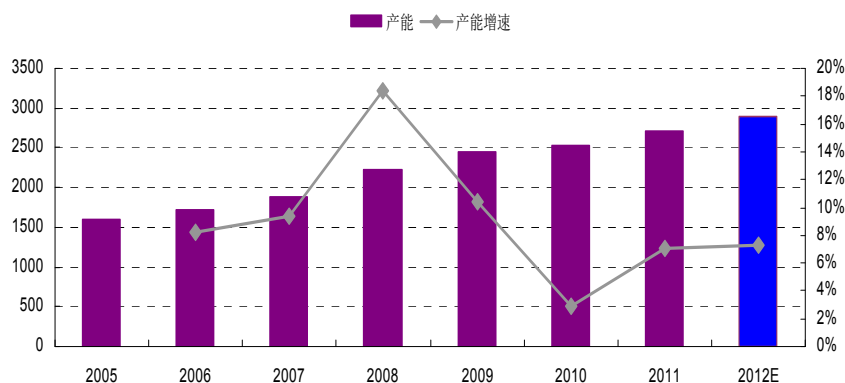
2、从成本上看，原盐价格的走高也对纯碱价格上涨起到了推波助澜的作用。

对于 2012 年的纯碱市场，我们并不悲观：

与市场不同，我们认为纯碱的开工率2012年将保持在84%~85%，且均价将维持在1800元/吨（华东出厂含税）左右或者以上。主要的理由是有限的新增产能与下游需求的快速增长的矛盾以及成本上升推动。

图表21： 供应侧：12 年新增产能很可能低于预期（单位：万吨）

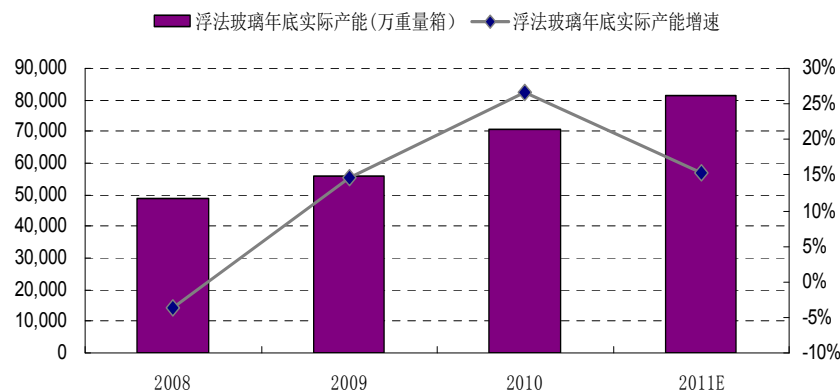
纯碱 05-11 年平均产能增速为 9.33%，但 12 年目前无一大厂有投产计划，行业内也鲜有听闻扩产，预计 12 年新增产能很可能低于预期。



资料来源：光大证券研究所

图表22： 需求侧：平板玻璃产业稳定快速扩张

近三年平板玻璃行业产能平均增速 18.83%



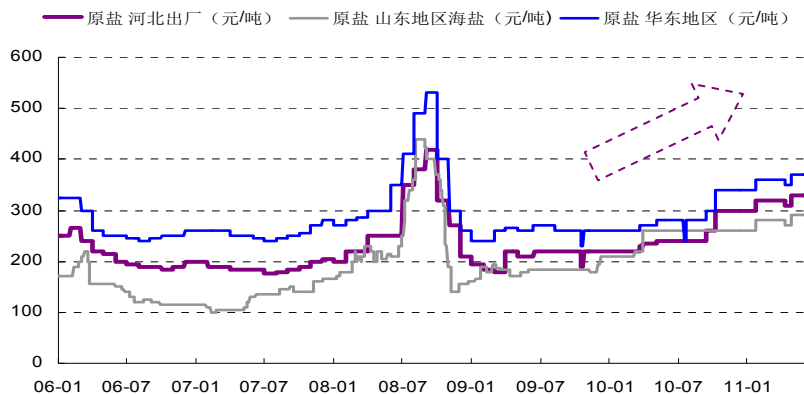
资料来源：光大证券研究所

图表23： 预计 2012 年纯碱行业平均开工率将可能维持在 84-85%

资料来源：光大证券研究所

从成本上看，由于煤炭价格的提升造成原盐价格走高将可能维持较长的一段时间。

图表24： 成本因素推动原盐价格一路攀升



资料来源：光大证券研究所

根据测算，2011年至今轻质纯碱的华东出厂含税均价为1805元/吨，而重质纯碱的华东出厂含税均价则为1965元/吨，在原材料成本上升及行业供需状况维持下，我们谨慎判断2012年轻质纯碱均价将在1700-1800元/吨(华东出厂含税)，重质纯碱均价在1800-1900元/吨(华东出厂含税)。并且我们认为从长期来看，具备盐资源的低成本纯碱公司将在市场中取得明显的优势。

2.5 氯酸钠—造纸、水处理潜力巨大

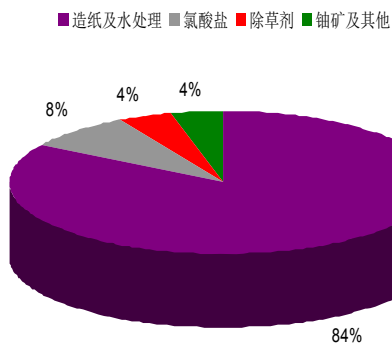
氯酸钠是最洁净的漂白、杀菌消毒剂

氯酸钠是以精制盐和饱和水为原料进行电解生产，是目前最洁净的漂白、杀菌消毒剂。氯酸钠在国外应用较为普遍，主要在造纸和水处理上，年产量约300万吨，其中北美170万吨。

而在中国，氯酸钠应用才刚开始，产能约在30-50万吨左右，且主要做为烟花原料等。

图表25： 国外氯酸钠下游用途一览

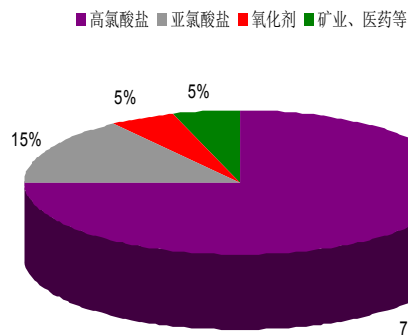
国外主要用于造纸、水处理上



资料来源：公司资料 光大证券研究所

图表26： 国内氯酸钠下游用途一览

国内主要用于烟花原料等



资料来源：公司资料 光大证券研究所

国内氯酸钠替代空间广阔

目前在造纸和水处理领域国内考虑到成本原因，仍在主要使用液氯。液氯最大的问题在于会产生致癌物质且消毒作用偏差，随着社会对于环保和健康的逐步关注，未来氯酸钠的替代空间广阔。

图表27： 液氯和氯酸钠作为饮用水消毒剂比较

项目	液氯	氯酸钠
致癌物	产生	不产生
消毒效果	较差	较好
氧化性	较弱	较强
持久性	较好	较好

资料来源：公司资料 光大证券研究所

三、 公司分析

3.1 依托盐湖资源，成为璀璨的戈壁明珠

08年内蒙古兰太实业与青海海西蒙西联碱业有限公司成立合资公司并投资建设100万吨纯碱项目，即青海昆仑碱业有限公司。青海昆仑碱业有限公司不仅拥有完整的10万吨/年纯碱生产设备，还拥有柯柯盐湖12.1925平方公里的盐湖资源，相当于0.9亿吨的开采储量。

图表28： 柯柯盐湖交通十分便利

柯柯盐湖位于青海乌兰县柯柯镇，青藏公路从湖边通过，青藏铁路有4公里的专用铁路线直达湖区，运输条件十分便捷。



资料来源：GOOGLE MAP，光大证券研究所

柯柯盐湖拥有丰富资源，目前仅停留在原盐开发阶段

柯柯盐湖属于硫酸盐型硫酸镁亚型固液并存盐湖，其资源主要蕴藏于固体矿层与卤水之中，而其中卤水资源主要在间晶卤水中。

固体矿层总储量为10.3亿吨，其中以固体石盐为主。具体储量分布如下：

图表29： 柯柯盐湖矿层成分及具体储量一览

矿层成分	矿层组成	储量（万吨）
氯化钠	73.55%	75756.5
硫酸钠	1.84%	1895.2
硫酸镁	1.16%	1194.8
硫酸钙	3.35%	3450.5
氯化镁	0.98%	1009.4
氯化钾	0.15%	154.5
氯化钙	0.13%	133.9
水不溶物	9.84%	10135.2
固体矿层总储量		103000

资料来源：《茶卡、柯柯盐湖开发现状及前景》 光大证券研究所

此外，柯柯盐湖表外晶间卤水1.969亿立方米，卤水相对密度1.2178，资源同样丰富，具体储量分布如下：

图表30： 柯柯盐湖卤水成分及具体储量一览

卤水成分	卤水组成	重量（万吨）
氯化钠	15.07%	3613.56
镁离子	2.64%	633.03
硫酸根离子	4.14%	992.71
氯化钾	0.88%	211.01
卤水总重量		23978.48

资料来源：《茶卡、柯柯盐湖开发现状及前景》 光大证券研究所

图表31： 盐湖仅停留在盐矿开采上，资源远远没有被充分利用

资源	开发产品包含但不限于（具体见盐湖综合开发利用方案）
盐资源	氯化钠
钾资源	氯化钾、硫酸钾
镁资源	镁盐、氧化镁、氢氧化镁等系列产品

资料来源：《盐湖卤水的综合开发与利用》

未来综合开发利用是柯柯盐湖发展趋势

图表32： 柯柯盐湖卤水成分一览

盐湖富含钠、钾、镁、硼、锂等资源。

表2 柯柯盐湖晶间卤水成份

矿化度(g/L)		326.383	相对密度		1.2168	pH	6.75	
离子含量 (mg/L)	Na ⁺	K ⁺	Mg ²⁺	Ca ²⁺	Cl ⁻	SO ₄ ²⁻	CO ₃ ²⁻	HCO ₃ ⁻
	80045	4618	27396	230.5	190519	23433	131.08	38.06
	Li ⁺	B ³⁺	I ⁻	B ₂ O ₃	Si ²⁺	Br ⁻	F ⁻	Rb ⁺
	7.27	53.33	0.136	171.72	5.33	49.95	3.13	0.29

资料来源：《柯柯盐湖开发及前景》

国外对硫酸型盐湖卤水的开发已形成较成熟的工艺和较大规模。美国大盐湖矿物化学GSL、智利SQM、以色列DSW 等公司均对硫酸盐型卤水进行综合利用开发，采用热溶法和冷结晶工艺，形成了较完善的生产钾盐和镁盐产品的工艺流程。

而国内，中国科学院青海盐湖研究所、大连化工设计院等均对硫酸盐型盐湖卤水制取氯化钾、硫酸钾等进行过大量的研究和工业化实验，其中中信国安科技发展有限公司和新疆哈密钾盐科技有限公司均已对硫酸盐型盐湖卤水进行综合利用，采用日晒、热溶法和冷结晶工艺生产硫酸钾，经济效益可观。

柯柯盐湖有 Na^+ 、 K^+ 、 Mg^{2+} 等外来补给，氯化钾含量已达0.8%左右，超过国家盐湖氯化钾工业开采品位0.5%的规定。基础设施、气候条件、交通运输都已满足了综合开发卤水的条件。

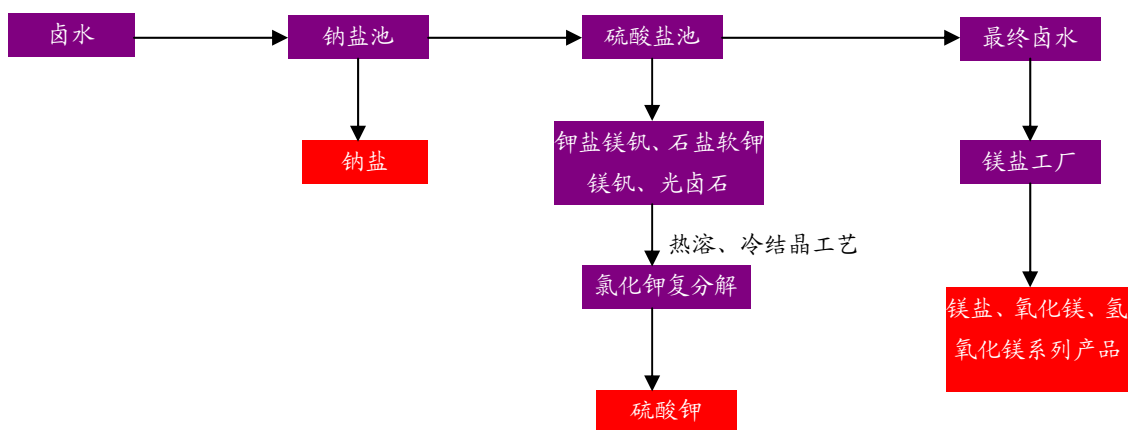
图表33： 同类型盐湖开发方案

目前青海盐湖所及青海京柯盐化公司形成了柯柯盐湖综合开发方案

公司	盐湖	工艺或者可采用的工艺
智利阿塔玛矿物公司	阿塔玛盐湖	通过盐田日晒卤水获得钾镁混盐，制取软钾镁矾，再与氯化钾复分解生产硫酸钾。现在生产能力已达25万吨
美国大盐湖矿物公司	大盐湖	通过盐田日晒制取钠盐后，继续滩晒制取钾盐镁矾，进而加工成硫酸钾，目前年产达36万吨。
青海盐湖所、青海京柯盐化公司	柯柯盐湖	利用盐田滩晒技术结合热溶法和冷结晶工艺进行综合利用。具体是先利用盐湖卤水滩晒生产日晒盐，制取原盐后的卤水兑卤继续蒸发，控制蒸发时间和卤水浓度、结晶、母液循环使用，钾盐镁矾利用热溶法除钠、冷结晶工艺生产硫酸钾。析出钾盐镁矾后产生的氯化镁饱和液，利用卤水-氨法生产氧化镁或阻燃级氢氧化镁。

资料来源：光大证券研究所、

图表34： 盐湖卤水综合利用框架图



资料来源：光大证券研究所

目前，依托青海盐湖所自主开发的具有独立知识产权的硫酸钾生产新技术，当地青海京柯盐化公司实施了“开发青海柯柯盐湖钾资源生产硫酸盐钾系列产品”项目。该项目建设内容为年产30万吨日晒盐、3-5万吨钾肥系列产品、1万吨氢氧化镁产品。这标志着柯柯盐湖钾资源综合利用开始起步。未来，公司依托资源丰富的柯柯盐湖资源开发硫酸盐钾系列产品将是大概率事件。

吉兰泰盐湖深入挖掘值得期待

图表35： 吉兰泰盐湖基本情况

盐湖资料	具体内容
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：公司资料 光大证券研究所

图表36： 吉兰泰盐湖具体位置



资料来源：GOOGLE MAP 光大证券研究所

吉兰泰盐湖是内蒙古西部最大的盐湖矿床

盐湖面积120平方公里。其中盐矿面积37.19平方公里,勘探储量达1.14亿吨。除了盐以外,盐湖还具有钾、镁和其他稀有贵重化学元素,比如芒硝资源,目前盐湖芒硝沉积平均厚度约1米,储量约900多万吨。

3.2公司是不为人知的极具竞争力的纯碱标的

图表37： 兰太实业控股的昆仑碱业是今年最大的纯碱项目

公司持有昆仑碱业 51%的股权,是不为人知的纯碱标的

公司	生产工艺	产能	投产时间
河南金山	联碱法	70	1月
华尔润	联碱法	30	3月
银珠化工	联碱法	30	7月
井神盐业	联碱法	40	5月
昆仑碱业	氨碱法	100	9月
徐州丰成	联碱法	50	12月
产能		320	

资料来源：光大证券研究所

盐湖资源成就强大成本优势

昆仑碱业现有产能11万吨/年，由于氨碱法技术成熟，预计100万吨/年纯碱项目将在8月份试生产，预计年内可以达产。

图表38： 公司纯碱成本初步计算（单位：元/吨）

公司盐、煤炭、石灰石均自给，因此纯碱生产的完全成本约 600 元/吨，按照目前出厂价格 1700 元/吨（含税），吨净利超过 500 元/吨。

氨碱法纯碱	单耗	不含税成本
原盐	1.45	90
石灰石	1.45	50
焦炭	0.10	77
电（度）	120.00	31
蒸汽	2.10	130
辅料	30	30
工资及福利费	70	70
折旧费	120	120
其它制造费用	20	20
生产成本		617

资料来源：光大证券研究所

图表39： 昆仑碱业项目弹性分析（谨慎按照 100 万吨产量计算）

在昆仑碱业项目盈利支撑下，预计公司 2012 年业绩将大幅提高。

	业绩弹性							
出厂含税 (元/吨)	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000
业绩贡献 (元/股)	0.35	0.46	0.56	0.66	0.77	0.87	0.97	1.08

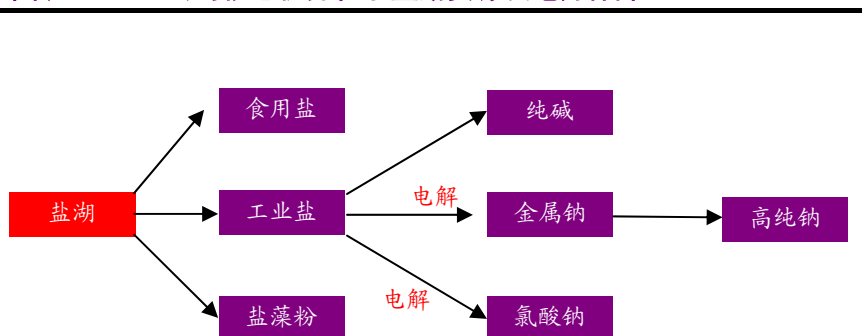
资料来源：光大证券研究所

注：

- 1、由于青海地区离纯碱下游区域有较长距离，一般运费约 200-250 元/吨。
- 2、已按照 51%的权益计算。

3.3 原盐、金属钠、氯酸钠因资源属性带来强大竞争力

图表40： 公司核心优势在于盐湖资源及电力保障



资料来源：光大证券研究所

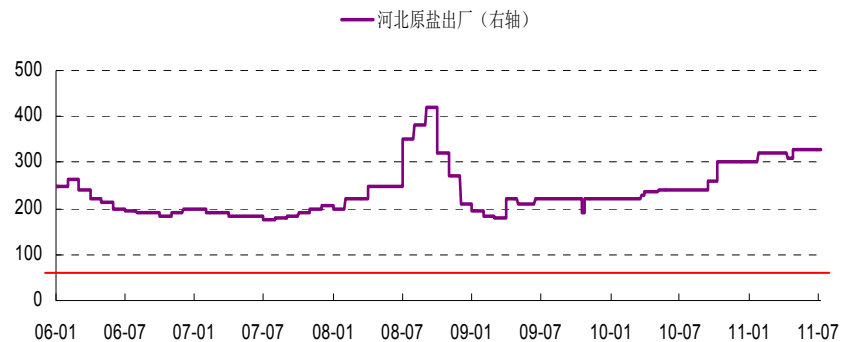
图表41： 公司具体资源优势：

优势	具体内容
盐资源	公司生产所需原盐全部来自于自有盐湖（吉兰泰盐湖及柯柯盐湖），高质量的盐湖资源不仅降低成本，更十分有利于公司降低物料及能源消耗。未来柯柯盐湖资源的开发将大大增加公司盐供应。
电力	公司自备电厂，自发电成本至少比外购电力便宜 0.1-0.2 元/度。

资料来源：光大证券研究所

图表42： 原盐价格远远高于公司成本

湖盐成本极具竞争力，在煤价向上趋势下，盐价走高扩大公司盈利空间。



资料来源：光大证券研究所

图表43： 公司主要产品原盐及电的消耗情况

公司原盐及电力优势赋予金属钠、氯酸钠和纯碱成本优势

	原盐（吨）	电耗（度）
金属钠	2.8	10500
氯酸钠	0.6	5500
纯碱	1.55	300

资料来源：光大证券研究所

注：纯碱另外还要单耗 1.3 吨石灰石和 3.5 吨的蒸汽

资源优势外，公司金属钠及氯酸钠单耗及技术优势明显

公司是全球最大的金属钠及国内最大的氯酸钠企业，在具有强大资源竞争优势的背景下，公司先进的生产技术也使公司成本国内单耗最小、质量最好的金属钠及氯酸钠企业。以产品质量为例，其中金属钠中公司的钠含量达到99.9%，而其他公司只能达到99.7%。

图表44： 国内金属钠生产企业技术及电耗对比

杜邦技术在能耗和产品品质上使公司优于同类竞争对手

企业	技术状况	电耗
兰太实业	美国杜邦技术	10500 度/吨
河南洛阳新安制钠厂	美国 RIM 技术	12000 度/吨
银川制钠厂	国内技术	13000 度/吨
银川精鹰精细化工	国内技术	13000 度/吨

资料来源：光大证券研究所

从电力这块来看，按照0.5元/度来计算，公司与国内竞争对手的差距

至少在750-1250元/吨。另外公司具备原料全部自给的能力，而银川等工厂其精制盐原料需要从兰太实业购买，成本较高。

3.4 核级钠国内唯一，2015年有望获得突破

公司是国内唯一的核级钠生产商

03年2月，中国原子能科学研究院与公司合作，由该院向公司提供核级钠的净化技术，公司投资建设了600吨核级高纯度金属钠项目并向快堆售钠，04年公司项目建成投产。

公司目前已经掌握核级钠的关键生产技术、配套设备，已成功地为中实验快堆提供了约350吨核级钠。公司是国内目前唯一一家拥有核级钠生产技术的企业。

核级钠有望2015年率先在三明快堆项目上突破，并伴随快堆成长

我们可以大致估算出三明项目的核级钠用量，其电功率160万千瓦，参考法国超凤凰快堆电站120万千瓦，其最少需要使用约8000吨核级钠。以4.8万/吨（含税价格，参考公司07年与中国原子能科学研究院的订单情况）计算的话，则能给公司带来约3.28亿收入，预计利润将达到1.31亿（按40%的净利率），折合每股0.37元（不考虑增发）。

图表45： 福建三明快堆项目将需要约 8000 吨核级钠

	法国超凤凰快堆 电站	中国实验快堆 (CEFR)	福建三明快堆项 目
净电功率	120 万千瓦	2 万千瓦	160 万千瓦
核级钠	6000 吨	350 吨	8000 吨

资料来源：光大证券研究所

图表46： 核级钠净利润敏感性分析（不考虑增发）

按照核级钠不同的使用量（6000-10000 吨）以及不同的净利率来计算，其中核级钠的单价为 4.8 万元/吨（含税）

净利率/使 用量	6000	7000	8000	9000	10000
30%	0.21	0.24	0.27	0.31	0.34
40%	0.27	0.32	0.37	0.41	0.46
50%	0.34	0.40	0.46	0.51	0.57

资料来源：光大证券研究所

考虑核电站一般在投产之前2-3年即需提前下订单，预计公司最快2015年即可获得大额的核级钠订单（未考虑福建三明示范快堆项目建设周期推迟的影响），另外公司还需要扩产以满足快堆的需求。

未来如果有更多的示范快堆建设，则将对公司带来巨大的收益。当然我们也要看到存在的风险，如福岛核电站事故后可能带来对中国核电站建设的影响。

3.5 煤炭业务不为市场关注

兰太资源下属矿产资源丰富

兰太实业下属兰太资源一直致力于煤炭、石灰石资源开发，目前开

发的项目有：巴音煤矿年产60万吨技改工程项目、黄土川煤矿年产30万吨技改工程项目；鄂尔多斯市鄂托克旗早稍敬老院千里沟福利煤矿年产45万吨技改工程项目。

图表47： 兰太实业全资子公司兰太资源旗下煤炭资源丰富

	矿产	权益	年产量	储量	煤种	预计投产时间
兰太资源 (100%权益)	巴音井田煤矿	100%	60万吨	4967.6万吨	贫煤, 5880-7000大卡	12年达产, 目前为工程煤
	鄂尔多斯市鄂托克旗千里沟福利煤矿	51%	45万吨	3800万吨	长焰煤和沫煤	在建
	黄土川煤矿	100%	30万吨	5104万吨	贫煤	在建

资料来源：内蒙古煤炭工业局 光大证券研究所

图表48： 兰太资源煤矿具体所在地一览

公司煤炭所在地阿拉善及鄂尔多斯区域内是煤炭基地，煤炭储量丰富、煤质优良、开采条件优越



资料来源：GOOGLE MAP 光大证券研究所

图表49： 煤炭业务对公司业绩的敏感性分析 (单位 元)

销量 价格	30万吨	40万吨	50万吨	60万吨	70万吨	80万吨
500	0.18	0.24	0.30	0.36	0.42	0.48
450	0.15	0.21	0.26	0.31	0.36	0.41
400	0.13	0.17	0.21	0.26	0.30	0.34
350	0.10	0.14	0.17	0.20	0.24	0.27

资料来源：光大证券研究所

注：价格为含税坑口价，元/吨

图表50： 兰太资源还拥有丰富的石灰石矿

矿	产能	备注
阿左旗伊克田北石灰岩矿	30万吨	已经投产
鄂托克旗胡杨矿业公司电石灰岩矿	60万吨	已经投产
阿左旗塔尔岭制碱石灰岩矿		在建

资料来源：光大证券研究所

四、 盈利预测与估值分析

4.1 分块业务盈利预测

公司2010年的EPS为0.15元，我们假设原有的业务（包括食盐、原盐、金属钠、氯酸钠等）大体的盈利情况呈现小幅攀升，假设的理由主要是原盐价格由于其资源属性而出现的趋势性上涨，即2011-2013年的盐、钠等业务贡献EPS分别是0.13元、0.16元和0.24元。

而12-13年业绩增量则主要来自于两块，青海昆仑碱业纯碱项目（110万吨）以及内蒙的煤矿项目逐步达产。

图表51： 公司未来业绩贡献预测

公司未来业绩贡献主要体现在纯碱及煤炭项目上，公司2014-2015年的业绩增长将主要来自于核级钠业务的爆发以及未来柯柯盐湖资源的综合利用。核级钠业务的弹性分析可以见公司分析中。

业务	内容	2010	2011	2012	2013
青海昆仑碱业	销量（万吨）	11.18	11.00	100.00	110.00
	贡献净利润（万元）	879.61	2226.89	23842.50	27800.36
	EPS（元）	0.02	0.06	0.66	0.77
内蒙古煤炭（或工程煤）	销量（万吨）		10.00	30.00	60.00
	贡献净利润（万元）		2027.25	6081.75	12163.50
	EPS（元）		0.06	0.17	0.34
盐、钠等业务	EPS（元）	0.13	0.13	0.16	0.24
合计	EPS（元）	0.15	0.25	0.99	1.35

资料来源：光大证券研究所 注：不考虑增发

4.2 盈利预测

假设 1：营业税率占主营收入百分比不变。

假设 2：出口退税政策暂不作调整

假设 3：营业费用率、管理费用率保持稳定

假设 4：公司所得税率维持 15%，25%。

假设 5：公司各项业务收入及毛利率情况见下表。

图表52： 公司收入结构预测

产品盈利明细							
分产品	单位：万元	2008A	2009A	2010A	预测期		
金属钠 (100%)	收入占比	28.25%	25.71%	30.80%	22.90%	12.58%	10.77%
	产能（万吨）	4.80	4.80	4.80	4.80	4.80	4.80
	销量（万吨）	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95
	单价（元/吨）	4986.36	7082.63	11079.03	9500.00	10000.00	10000.00
	收入(万元)	28576.82	27976.37	43734.49	37501.25	39500.00	39500.00
	收入增长率		-2.10%	56.33%	-14.25%	5.33%	0.00%
	单位成本（元/吨）	-	5673.49	7250.59	7300.00	7300.00	7300.00
	成本（万元）	19696.12	22410.29	28621.70	28816.75	28835.00	28500.00

	销售毛利	8880.69	5566.08	15112.79	8684.50	10665.00	11000.00
	毛利率	31.08%	19.90%	34.56%	23.16%	27.00%	27.85%
盐 (100%)	收入占比	26.43%	22.82%	17.44%	15.27%	8.28%	7.36%
	产能 (万吨)	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
	销量 (万吨)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	单价 (元/吨)	267.38	248.31	247.67	250.00	260.00	270.00
	收入(万元)	26738.11	24830.81	24767.37	25000.00	26000.00	27000.00
	收入增长率		-7.13%	-0.26%	0.94%	4.00%	3.85%
	单位成本 (元/吨)	58.46	80.76	81.58	80.00	80.00	80.00
	成本 (万元)	5846.32	8076.13	8158.34	8000.00	8000.00	8000.00
	销售毛利	20891.79	16754.68	16609.04	17000.00	18000.00	19000.00
	毛利率	78.13%	67.48%	67.06%	68.00%	69.23%	70.37%
氯酸钠 (51%)	收入占比	16.78%	19.05%	18.51%	15.52%	8.24%	7.05%
	产能 (万吨)	5.00	10.00	15.00	15.00	15.00	15.00
	销量 (万吨)	4.00	8.00	9.08	9.08	9.08	9.08
	单价 (元/吨)		2591.17	2896.06	2800.00	2850.00	2850.00
	收入(万元)	16974.92	20729.39	26281.74	25410.00	25863.75	25863.75
	收入增长率		22.12%	26.78%	-3.32%	1.79%	0.00%
	单位成本 (元/吨)		1905.50	2540.45	2550.00	2550.00	2550.00
	成本 (万元)	10798.17	15243.97	23054.62	23141.25	23141.25	23141.25
	销售毛利	6176.75	5485.42	3227.12	2268.75	2722.50	2722.50
	毛利率	36.39%	26.46%	12.28%	8.93%	10.53%	10.53%
纯碱 (51%)	收入占比				9.18%	43.53%	41.99%
	产能 (万吨)			10.00	30.00	110.00	110.00
	销量 (万吨)			11.18	11.00	100.00	110.00
	单价 (元/吨)			1191.21	1367.00	1367.00	1400.00
	收入(万元)			13317.69	15037.00	136700.00	154000.00
	收入增长率				12.91%	809.09%	12.66%
	单位成本 (元/吨)			700.00	700.00	617.00	617.00
	成本 (万元)			7826.00	7700.00	61700.00	67870.00
	销售毛利			5491.69	7337.00	75000.00	86130.00
	毛利率			41.24%	48.79%	54.86%	55.93%
煤炭 (100%)	收入占比				2.50%	3.92%	6.71%
	产能 (万吨)				60.00	60.00	60.00
	销量 (吨)				10.00	30.00	60.00
	单价 (元/吨)				410.00	410.00	410.00
	收入(万元)				4100.00	12300.00	24600.00
	收入增长率					200.00%	100.00%
	单位成本 (元/吨)				110.00	110.00	110.00
	成本 (万元)				1100.00	3300.00	6600.00
	销售毛利				3000.00	9000.00	18000.00
	毛利率				73.17%	73.17%	73.17%
其他	收入占比	28.55%	32.43%	33.26%	34.62%	23.46%	26.12%
	收入(万元)	28880.63	35290.70	47231.85	56678.22	73681.68	95786.19
	收入增长率		22.20%	33.84%	20.00%	30.00%	30.00%

合计	成本(万元)	23677.39	26696.61	35910.34	42508.66	55261.26	71839.64
	销售毛利	5203.24	8594.09	11321.50	14169.55	18420.42	23946.55
	毛利率	18.02%	24.35%	31.53%	25.00%	25.00%	25.00%
	收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	收入(万元)	101170.47	108827.27	142015.45	163726.47	314045.43	366749.94
	收入增长率		7.57%	30.50%	15.29%	91.81%	16.78%
	成本(万元)	60018.00	72427.00	95745.00	111266.66	180237.51	205950.89
	销售毛利	41152.47	36400.27	46270.45	52459.80	133807.92	160799.05
	综合毛利率	40.68%	33.45%	32.58%	32.04%	42.61%	43.84%

资料来源：光大证券研究所

图53： 盈利预测 百万元

利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,088	1,420	1,637	3,140	3,667
营业成本	724	945	1,113	1,802	2,060
折旧和摊销	97	109	171	207	211
营业税费	27	30	34	66	77
销售费用	127	150	147	207	238
管理费用	127	134	147	220	257
财务费用	68	81	105	152	148
资产减值损失	7	20	(17)	21	15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	21	0	1	1	1
营业利润	30	61	108	673	873
利润总额	41	76	118	685	885
少数股东损益	(1)	5	4	213	251
归属母公司净利润	33	55	90	355	484
EPS	0.09	0.15	0.25	0.99	1.35
NOPLAT	60.06	113.05	169.80	684.30	846.95
EBIT	77.10	141.77	212.25	824.46	1,020.43
EBITDA	173.94	251.11	383.60	1,031.24	1,231.68

资料来源：光大证券研究所

预计 11-13 年的归属于母公司所有者的净利润为 0.90 亿、3.55 亿、4.84 亿，折合 EPS 为 0.25 元、0.99 元、1.35 元。

4.3 绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	1.25
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	15.03%
税率	20.00%
Kd	5.46%
Ve	5,498.3
Vd	2,341.4
目标资本结构	30.00%
WACC	12.16%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,494.98	13.48%
第二阶段	4,228.27	38.11%
第三阶段 (终值)	5,370.23	48.41%
企业价值 AEV	11,093.48	100.00%
加：非经营性净资产	581.58	5.24%
价值		
减：少数股东权益 (市	689.67	-6.22%
值)		
减：债务价值	2,341.35	-21.11%
总股本价值	8,644.04	77.92%
股本 (百万股)	359.12	-
每股价值 (元)	24.07	-
PE (隐含)	95.65	-
PE (动态)	53.21	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
11.16%	26.78	27.73	28.77	29.94	31.25
11.66%	24.58	25.39	26.29	27.28	28.39
12.16%	22.60	23.30	24.07	24.92	25.87
12.66%	20.80	21.41	22.08	22.81	23.62
13.16%	19.17	19.71	20.29	20.92	21.62

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果			估 值	敏感度分析区间
FCFF	24	19	-	31	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	24	20	-	32	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
EVA	21	18	-	26	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所

4.4 相对估值

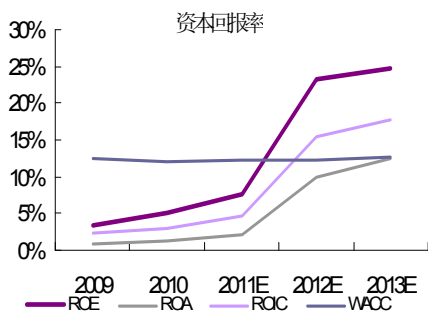
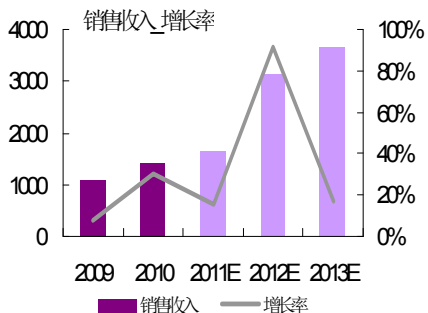
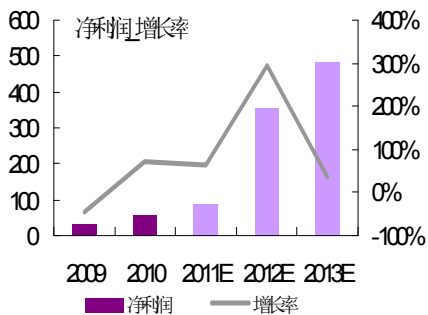
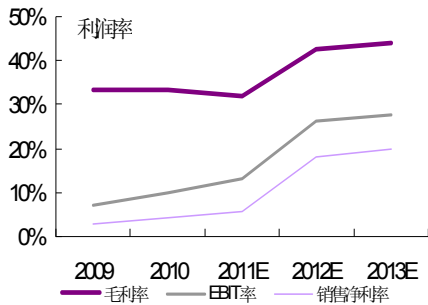
考虑到公司的资源属性、经营拐点已现，可给予一定的估值溢价。而且公司 12 年开始迎来爆发式发展，可参考 12 年业绩进行估值，可以给予 12 年 20 倍 PE，价值 20 元。

4.5 投资建议

参考相对估值和绝对估值，我们认为公司合理的价值区间在 20 元-24 元。我们给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 20 元。

五、 风险提示

- 1) 产品价格波动风险
- 2) 项目达产推迟的风险



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,088	1,420	1,637	3,140	3,667
营业成本	724	945	1,113	1,802	2,060
折旧和摊销	97	109	171	207	211
营业税费	27	30	34	66	77
销售费用	127	150	147	207	238
管理费用	127	134	147	220	257
财务费用	68	81	105	152	148
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	21	0	1	1	1
营业利润	30	61	108	673	873
利润总额	41	76	118	685	885
少数股东损益	-1	5	4	213	251
归属母公司净利润	32.55	55.31	90.37	355.32	483.64

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,766	4,724	4,659	5,695	5,865
流动资产	1,639	1,350	1,409	2,572	2,873
货币资金	603	346	246	471	550
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	155	136	94	179	238
应收票据	102	115	118	258	288
其他应收款	23	25	29	50	66
存货	160	232	332	484	577
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	1	0	0	0	0
长期投资	100	100	100	100	100
固定资产	1,111	1,073	2,053	1,966	1,869
无形资产	476	498	473	450	427
总负债	2,461	3,278	3,125	3,602	3,095
无息负债	542	703	872	1,133	1,009
有息负债	1,920	2,575	2,253	2,469	2,086
股东权益	1,305	1,445	1,534	2,093	2,770
股本	359	359	359	359	359
公积金	336	408	417	453	501
未分配利润	282	330	405	716	1,094
少数股东权益	327	343	346	559	810

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	31	376	218	729
净利润	33	55	90	355	484
折旧摊销	97	109	171	207	211
净营运资金增加	238	-27	27	935	443
其他	-321	-106	87	-1,279	-409
投资活动产生现金流	-209	-995	-48	-79	-79
净资本支出	534	1,004	99	80	80
长期投资变化	100	100	0	0	0
其他资产变化	-843	-2,098	-147	-159	-159
融资活动现金流	681	708	-429	87	-570
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,006	656	-323	216	-383
无息负债变化	224	161	170	260	-124
净现金流	518	-257	-100	225	79

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.57%	30.50%	15.29%	91.81%	16.78%
净利润增长率	-45.55%	69.92%	63.39%	293.18%	36.11%
EBITDA 增长率	-16.18%	44.37%	52.76%	168.83%	19.44%
EBIT 增长率	-39.76%	83.87%	49.71%	288.44%	23.77%
估值指标					
PE	148	87	53	14	10
PB	5	4	4	3	2
EV/EBITDA	39	31	20	8	7
EV/EBIT	88	55	36	10	8
EV/NOPLAT	113	69	45	12	10
EV/Sales	6	5	5	3	2
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	33.45%	33.49%	32.04%	42.61%	43.84%
EBITDA 率	15.98%	17.68%	23.43%	32.84%	33.58%
EBIT 率	7.09%	9.98%	12.96%	26.25%	27.82%
税前净利润率	3.73%	5.36%	7.18%	21.80%	24.13%
税后净利润率 (归属母公	2.99%	3.89%	5.52%	11.31%	13.19%
ROA	0.84%	1.28%	2.02%	9.98%	12.52%
ROE (归属母公司) (摊	3.33%	5.02%	7.61%	23.17%	24.67%
经营性 ROIC	2.28%	3.02%	4.61%	15.34%	17.81%
偿债能力					
流动比率	1.30	0.91	1.06	1.45	2.30
速动比率	1.17	0.75	0.81	1.18	1.84
归属母公司权益/有息债务	0.51	0.43	0.53	0.62	0.94
有形资产/有息债务	1.70	1.63	1.85	2.11	2.60
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.09	0.15	0.25	0.99	1.35
每股红利	0.01	0.02	0.03	0.16	0.20
每股经营现金流	0.13	0.09	1.05	0.61	2.03
每股自由现金流(FCFF)	-1.69	-2.04	0.55	-0.29	1.53
每股净资产	2.72	3.07	3.31	4.27	5.46
每股销售收入	3.03	3.95	4.56	8.74	10.21

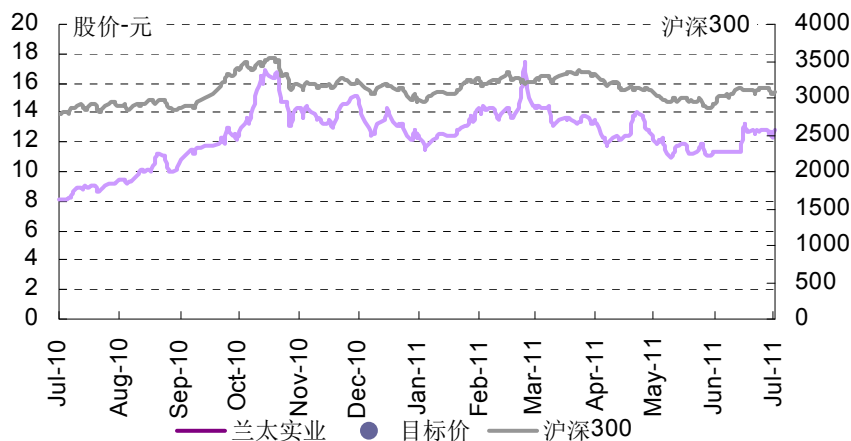
资料来源：光大证券、上市公司

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

兰太实业（600328）



日期	股价	目标价	评级
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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
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