

内蒙君正 (601216.SH) 基础化工

一体化优势突出的氯碱新秀

公司调研简报

◆事件:

近期在内蒙古乌海进行了公司的实地调研,我们看好公司“煤-电-氯碱”一体化带来的竞争优势。

◆公司规模扩张有序,长期增长可期:

11年底,公司将拥有发电量21亿度、白灰40万吨、电石26万吨、PVC 45.5万吨、烧碱32万吨、硅铁10万吨、水泥熟料75万吨的年产能。公司未来新增产能投放有序:12年初公司新增30万吨电石,中期再增加30万吨电石,12年底新增30万吨PVC/22.5万吨烧碱。

随着公司规模的有序扩张,在资源及油价向上的大趋势下,公司立足资源所在地内蒙,其超额收益能力将不断显现,业绩也可保持长期增长。

◆一体化优势树立公司长期竞争力:

公司已经建立“煤-电-氯碱”一体化产业结构。公司电力、电石基本自给,且密闭电石炉技术较先进,单吨成本比行业减少170元。此外公司大力发展循环经济,产品电耗低于行业10%以上,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。近三年公司综合毛利率高达25%以上,远超同行业水平,未来这一优势也将继续保持。

◆公司获取上游煤炭等资源的能力突出:

公司在鄂尔多斯有60万吨/年的PVC产能建设计划(目前一期30万吨PVC项目已开建),当地一般会配套一定的上游煤炭资源。

在内蒙新一轮资源整合中,受益于产业布局和发展模式契合国家产业政策要求,预计公司将可能获得配套上游煤炭资源,从而保障其盈利能力。

◆给予“买入”投资评级,目标价35元:

预计公司2011-2013年的EPS分别为1.39/1.86/2.48元,考虑到公司不仅资源禀赋突出,一体化产能规模不断扩大,而且预期未来仍将不断获取煤炭等资源,我们给予公司“买入”投资评级,目标价35元。

◆风险提示:

项目建设进度及产品价格波动的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,298	2,800	4,312	5,403	8,138
营业收入增长率	-18.93%	115.70%	53.99%	25.31%	50.60%
净利润(百万元)	154	486	892	1,193	1,590
净利润增长率	-27.03%	216.45%	83.57%	33.72%	33.29%
EPS(元)	0.24	0.76	1.39	1.86	2.48
ROE(摊薄)	14.92%	32.06%	16.97%	18.75%	20.33%
P/E	108	34	19	14	10

买入(维持)

当前价/目标价:26.00/35.00元

目标期限:6个月

分析师

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

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

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

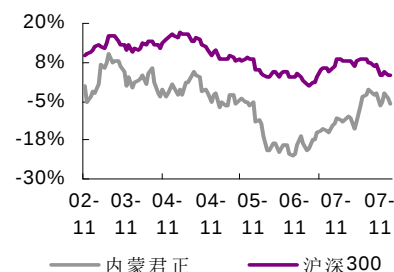
联系人

孙琦祥
021-22169123
sunqx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股):6.40
总市值(亿元):166.40
一年最低/最高(元):20.71/30.98
近3月换手率:42.72%

股价表现(一年)



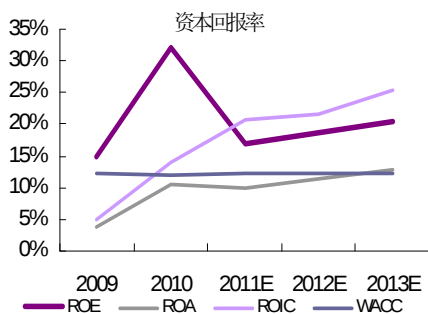
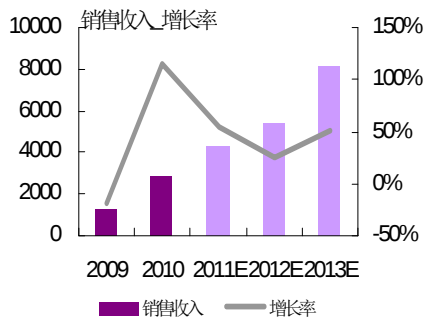
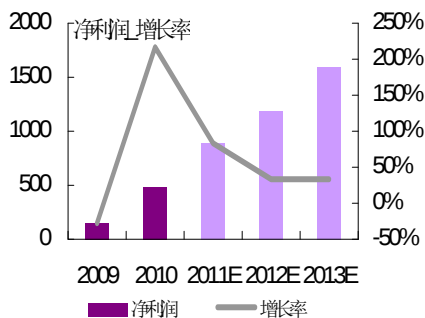
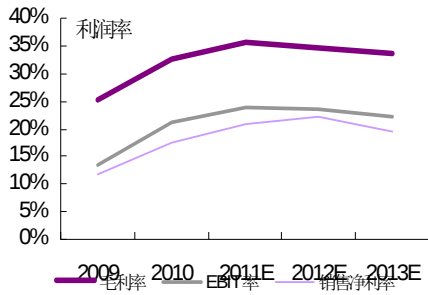
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.34	4.14	0.00
绝对	10.40	-2.77	0.00

相关研报

冉冉升起的能源化工新星

..... 2011-03-02



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,298	2,800	4,312	5,403	8,138
营业成本	971	1,888	2,775	3,525	5,399
折旧和摊销	124	244	391	478	561
营业税费	14	29	43	54	81
销售费用	46	130	207	249	374
管理费用	93	161	246	308	464
财务费用	74	147	111	62	55
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	-1	0	0	0
营业利润	105	444	925	1,206	1,762
利润总额	176	517	981	1,404	1,871
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	153.60	486.08	892.28	1,193.16	1,590.32

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,937	4,582	8,869	10,429	12,352
流动资产	516	930	4,608	5,647	7,130
货币资金	160	175	3,439	4,238	4,946
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	72	31	180	195	243
应收票据	32	193	166	238	411
其他应收款	10	15	24	34	47
存货	108	277	336	448	711
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	121	177	177	177	177
固定资产	1,515	2,827	3,584	4,175	4,643
无形资产	225	228	217	206	196
总负债	2,872	3,030	3,575	4,031	4,494
无息负债	641	453	1,069	1,425	1,789
有息负债	2,231	2,576	2,506	2,606	2,706
股东权益	1,065	1,552	5,294	6,398	7,857
股本	520	520	640	640	640
公积金	329	358	3,177	3,297	3,346
未分配利润	175	631	1,434	2,419	3,829
少数股东权益	35	36	36	36	36

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	97	264	1,594	1,851	1,793
净利润	154	486	892	1,193	1,590
折旧摊销	124	244	391	478	561
净营运资金增加	-488	706	-80	-31	631
其他	308	-1,173	391	210	-988
投资活动产生现金流	-676	-360	-1,000	-1,000	-1,000
净资本支出	702	339	1,000	1,000	1,000
长期投资变化	121	177	0	0	0
其他资产变化	-1,499	-876	-2,000	-2,000	-2,000
融资活动现金流	500	217	2,669	-51	-86
股本变化	0	0	120	0	0
债务净变化	544	345	-71	100	100
无息负债变化	264	-188	616	356	363
净现金流	-79	121	3,263	800	708

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	-18.93%	115.70%	53.99%	25.31%	50.60%
净利润增长率	-27.03%	216.45%	83.57%	33.72%	33.29%
EBITDA 增长率	-22.20%	180.40%	70.59%	22.31%	36.23%
EBIT 增长率	-33.76%	239.23%	75.00%	22.31%	43.38%
估值指标					
PE	108	34	19	14	10
PB	16	11	3	3	2
EV/EBITDA	52	19	11	9	6
EV/EBIT	90	27	15	12	8
EV/NOPLAT	103	29	17	14	10
EV/Sales	12	6	4	3	2
EV/IC	5	4	4	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.22%	32.58%	35.65%	34.77%	33.65%
EBITDA 率	22.98%	29.87%	33.09%	32.30%	29.22%
EBIT 率	13.44%	21.14%	24.03%	23.45%	22.33%
税前净利润率	13.54%	18.45%	22.74%	25.98%	22.99%
税后净利润率 (归属母公	11.83%	17.36%	20.69%	22.08%	19.54%
ROA	3.90%	10.61%	10.06%	11.44%	12.88%
ROE (归属母公司) (摊	14.92%	32.06%	16.97%	18.75%	20.33%
经营性 ROIC	4.89%	13.93%	20.82%	21.46%	25.36%
偿债能力					
流动比率	0.56	1.52	4.36	3.99	4.01
速动比率	0.44	1.07	4.04	3.68	3.61
归属母公司权益/有息债务	0.46	0.59	2.10	2.44	2.89
有形资产/有息债务	1.66	1.68	3.44	3.91	4.48
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.24	0.76	1.39	1.86	2.48
每股红利	0.00	0.00	0.14	0.21	0.30
每股经营现金流	0.15	0.41	2.49	2.89	2.80
每股自由现金流(FCFF)	0.10	-0.38	0.65	0.92	0.74
每股净资产	1.61	2.37	8.22	9.94	12.22
每股销售收入	2.03	4.38	6.74	8.44	12.72

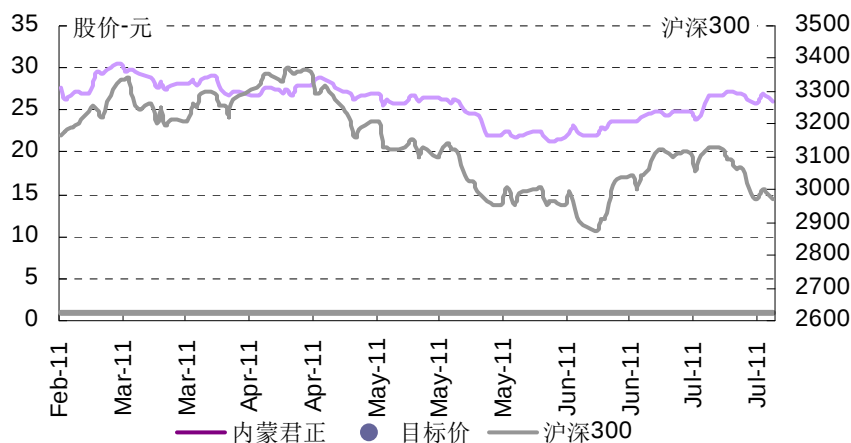
资料来源：光大证券、上市公司

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

内蒙君正（601216）



日期	股价	目标价	评级
2011-01-28	27.64	40.00	买入
2011-03-02	27.83	40.00	买入

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	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
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com