

君正集团 (601216)

化工主业回暖，布局稀缺保险集团牌照 增持（首次）

2017年2月8日

投资要点：

- **化工主业成本优势显著，毛利率领先，涨价驱动业绩高增长。**1) 公司为内蒙古氯碱行业龙头，依托区域资源建立显著成本优势，氯碱化工主要成本项为电和电石，公司所处乌海周边煤炭、石灰石资源丰富，大量低成本电煤为公司自备发电厂供应，优质石灰石用于生产低成本优质电石。2) 公司毛利率稳步提升并持续领先同业，16Q1-3 提升至 39.7%，发电毛利率 16H1 高达 58.9%。此外，公司已形成完整的一体化循环经济产业链，实现资源、能源就地高效转化，并进一步优化管理效率。3) 16Q1 以来 PVC、烧碱等价格大幅上涨驱动公司业绩持续高增长，根据业绩预告，16Q4 单季度归母净利润上限为 6.89 亿元，环比+90%，同比+316%，全年预增 70%-100%。2017 年经济企稳+供给侧改革推进预计将驱动产品价格持续回暖，公司业绩高弹性可期。
- **战略入股稀缺保险集团，民营资本驱动保险业务加速发展。**华泰保险是我国仅有的 12 个保险集团牌照之一，牌照稀缺性极高。华泰保险集团旗下的财险、寿险、保险资管业务均具有较强竞争力：1) 华泰财险是行业内极少数连续 5 年实现承保盈利的中型财险（平均综合成本率 98.45%）；2) 华泰人寿业务结构健康（70% 保费来自高价值个险渠道），已进入稳定盈利周期；3) 华泰资管市场化竞争力行业领先：管理资产 91% 来自第三方，比例大幅领先同业。君正集团目前持有华泰保险 15.3% 股权，本次受让完成后将持有 22.3%（与一致行动人共持有 36.38%），成为华泰集团第一大股东，民营资本活力有望驱动华泰保险业务发展加速。
- **前瞻性布局保险/基金/银行/证券，持续受益于稳定投资收益。**上市公司在金融行业投资极具前瞻性，目前持有华泰保险 15.3%（本次受让完成后 22.3%）、天弘基金 15.6%、乌海银行 3.99%、国都证券 0.83%。公司投资的保险/基金/银行/券商均为具备稀缺性的持牌金融机构，为上市公司的估值带来坚实基础：1) 在目前金融监管整体收紧的大环境下，持牌金融机构的牌照价值凸显，其中保险集团牌照具有极高稀缺性；2) 持牌金融机构具有很强的盈利能力，即使作为纯粹财务投资上市公司亦可受益于稳定的投资收益。

投资建议：公司化工主业依托区域资源建立显著成本优势，16Q1 以来 PVC、烧碱等产品价格大幅上涨驱动主业业绩高增长。随着近期华泰保险股权受让完成，公司将成为华泰保险第一大股东（直接持股 22.3%），华泰作为高度稀缺的保险集团，旗下财险/寿险/保险资管均为盈利能力稳定的优质公司，且发展空间巨大。假设 17 年完成华泰股权受让，预计公司 16/17/18 年净利润为 15.6/18.4/20.3 亿元，对应 EPS 为 0.18/0.22/0.24 元。根据分部估值法公司合理估值为 463.3 亿元，对应目标价 5.5 元，当前估值具有较高安全边际。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：1) 化工产品（PVC、烧碱）价格回落；2) 持续低利率带来寿险业务利差损；3) 受让华泰保险股权尚需保监会审批。

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

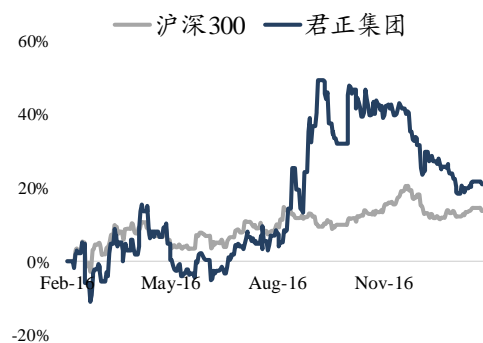
021-60199746

研究助理 田昶

执业资格证书号码：S0600115110022

tiand@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2017年2月8日)

收盘价 (元)	4.48
市盈率 (2015)	45.01
市净率 (2015)	3.10
流通 A 股市值 (百万元)	37802

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	1.45
资产负债率 (%)	40.35
总股本 (百万股)	8438
流通 A 股 (百万股)	8438

相关报告：

目 录

1. 公司概况：内蒙古氯碱龙头，大力拓展金融布局	4
1.1. 化工循环经济产业链领先，金融布局提升盈利能力	4
1.2. 战略入股华泰保险，民营资本驱动保险业务加速发展	5
2. 化工主业：成本优势显著，涨价驱动业绩高弹性	8
2.1. 核心化工产品价格大幅反弹，驱动业绩环比高增长	8
2.2. 乌海区域资源丰富，成本优势显著保障毛利率领先	10
2.3. 一体化循环经济产业链+优化管理显著提升竞争力	12
3. 保险业务：稀缺保险集团牌照+稳定盈利能力	13
3.1. 保险行业格局：寿险高景气+财险竞争加剧	13
3.2. 华泰保险：稀有保险集团牌照+稳定盈利能力	14
4. 盈利预测	25
5. 估值与投资建议	26
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: 君正集团前十大股东明细 (2016.09)	4
图 2: 君正集团主要财务指标.....	5
图 3: 金融布局投资情况.....	5
图 4: 2014 年君正集团首次收购华泰保险股权情况.....	6
图 5: 2015 年君正集团第二次收购华泰保险股权情况 (尚需保监会审批)	6
图 6: 华泰保险股权转让前后股权结构对比 (假设第二次股权转让获保监会批准)	6
图 7: 近期末上市保险公司股权交易估值水平	7
图 8: 上市保险公司估值水平	7
图 9: 2011-2017.02 电石法 PVC 全国中间价 (单位: 元/吨)	8
图 10: 2013-2016 PVC 产量及同比增速.....	8
图 11: 2013-2016 PVC 净出口累计值.....	9
图 12: 2011-2017.01 烧碱市场中间价走势 (单位: 元/吨)	9
图 13: 氧化铝主要产地出厂价格.....	9
图 14: 氧化铝累计产量同比增速.....	10
图 15: 2014Q1-2016Q4 公司单季度归母净利润概况.....	10
图 16: 2004-2015 年内蒙古煤炭基础储量及占全国比重.....	11

图 17: 2012-2016Q1-3 君正集团与行业可比公司整体毛利率对比 (%)	11
图 18: 2013-2016H1 君正集团与中泰化学氯碱产品毛利率对比	11
图 19: 2013-2016H1 君正集团与中泰化学电产品毛利率对比 (%)	12
图 20: 上市公司化工业务主要盈利能力指标	12
图 21: 银行理财产品收益率持续下行 (%)	13
图 22: 2012-2016 财产险保费及增速	14
图 23: 财险行业分险种保费占比	14
图 24: 目前我国 12 家保险集团牌照	15
图 25: 华泰保险集团组织机构	15
图 26: 华泰保险集团主要财务指标	15
图 27: 主要财险公司杠杆	16
图 28: 主要财险公司保费收入/净资产倍数	16
图 29: 主要财险公司综合偿付能力充足率	17
图 30: 华泰财险 EA 社区门店	17
图 31: 华泰财险全国 EA 门店布局	18
图 32: 华泰财险 EA 渠道保费及门店数量	18
图 33: 华泰财险原保费收入及增速	18
图 34: 2015 年大型财险公司与华泰财险综合成本率	19
图 35: 华泰财险核心财务指标	19
图 36: 2005-2015 年华泰人寿净资产累计变化分析 (亿元)	20
图 37: 2015 年主要寿险公司综合偿付能力充足率	20
图 38: 华泰人寿核心财务指标	21
图 39: 华泰人寿分渠道保费	21
图 40: 华泰人寿 2011-2015 资产配置	22
图 41: 2011-2015 华泰资管主要财务指标	23
图 42: 1999-2014 华泰资管固收类投资净值增长比较图	23
图 43: 1999-2014 华泰资管权益类投资净值增长比较图	23
图 44: 华泰资产管理规模及机构客户数	24
图 45: 华泰资产管理净利润	24
图 46: 2015 年保险资产总管理资产规模	24
图 47: 2015 年保险资管三方资产规模及占比	24
图 48: 2016-2018 年盈利预测	25
图 49: 2016-2018 年盈利预测	26
图 50: 各分部估值情况	27
图 51: 行业内可比公司估值平均水平	27
图 52: 上市保险公司估值水平	28
图 53: 上市投资基金估值水平	28
图 54: 可比上市券商估值水平	29
图 55: 可比上市券商估值水平	29

1. 公司概况：内蒙古氯碱龙头，大力拓展金融布局

1.1. 化工循环经济产业链领先，金融布局提升盈利能力

内蒙古君正能源化工集团股份有限公司（简称君正集团），2003年创建于乌海市，致力于资源综合利用，依托乌海市的煤炭、石灰石等优势资源，大力发展循环经济。业务涉及煤炭、矿山开采、电力、化工、特色冶炼和商业贸易等领域，形成了国内最为完整的“煤—电—氯碱化工”循环经济产业链。作为内蒙古地区氯碱化工行业的龙头企业，公司拥有聚氯乙烯产品产能70万吨，烧碱产品产能48万吨，硅铁产品产能30万吨。

公司前两大股东杜江涛/乌海市君正科技产业有限公司分别持有公司31.95%/21.41%的股权。乌海市君正科技产业有限公司由杜江波/杜江涛/郝虹（一致行动人）出资成立，分别持有30%/25%/45%，因此公司实际控制人为自然人杜江涛，合计控制上市公司53.36%的股权。

图 1：君正集团前十大股东明细（2016.09）

股东名称	持股数 量(万股)	占总股本 比例(%)
杜江涛	269,568	31.95
乌海市君正科技产业有限责任公司	180,657	21.41
田秀英	89,856	10.65
申万菱信基金-工商银行-华融信托-华融·海西晟乾12号权益投资集合资金信托计划	32,609	3.86
中信信诚资产-招商银行-诚融聚荷1号资产管理计划	17,391	2.06
中国证券金融股份有限公司	14,135	1.68
天安财产保险股份有限公司-保赢1号	12,804	1.52
北信瑞丰基金-民生银行-北信瑞丰基金丰庆70号资产管理计划	10,674	1.26
泰达宏利基金-浦发银行-泰达宏利价值成长定向增发365号资产管理计划	10,652	1.26
全国社保基金一零二组合	6,522	0.77
其他股东	198,949	23.58

资料来源：Wind，东吴证券研究所

化工循环经济产业链特色鲜明，构建核心竞争优势，业务发展稳中有升。公司所处行业为化学原料和化学制品制造业，业务范围涵盖发电、石灰石开采、生石灰烧制、电石生产、烧碱制备、电石法PVC制备、硅铁冶炼等环节，主要产品包括聚氯乙烯（PVC）、烧碱（片碱、液碱）、盐酸、液氯、电石、硅铁、石灰石、水泥熟料等。公司依托完整的“煤-电-氯碱化工”和“煤-电-特色冶金”一体化循环经济产业链，实现资源、能源的就地高效转化，形成公司在资源、成本、技术、规模等方面的核心竞争优势。

2015年以来，公司所处的氯碱化工行业产能过剩，行业内同质化竞争日趋激烈，2016年，由于宏观经济下行压力较大，氯碱行业面对严峻形势，调结构、转方式成为行业必经之路，行业将以去产能、补短板 and 降成本为主线，实现结构调整和转型升级。2016年上半年PVC行业开工率在70%左右，产品价格始终在低位徘徊，行业整体亏损的局面还未完全改变。

面对严峻的市场形势和外部竞争环境，公司继续坚持“总成本领先”战略，依托完整产业链的优势，有效降低成本，主营业务毛利率逐渐改善，盈利水平继续保持增长势头。公司2011~2016Q1-3分别实现营业收入37.1/36.5/34.6/47.8/48.3/39.1亿元，毛利率分别为30.5%/30.1%/32.2%/29.5%/34.5%/39.7%，呈现稳步提升态势，归母净利润分别为5.81/4.18/5.14/7.55/8.23/8.4/9.91亿元。

图 2: 君正集团主要财务指标

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
销售净利率	15.67	11.45	14.86	15.78	17.03	25.36
销售毛利率	30.54	30.08	32.17	29.54	34.51	39.74
销售成本率	69.46	69.92	67.83	70.46	65.49	60.26
净利润/营业总收入	15.67	11.45	14.86	15.78	17.03	25.36
营业利润/营业总收入	15.57	12.47	15.97	17.23	18.10	27.77
息税前利润/营业总收入	19.76	16.37	20.32	21.38	26.56	33.77
EBITDA/营业总收入	27.28	25.30	30.74	34.29	41.65	50.31
营业总成本/营业总收入	83.99	86.24	83.77	87.33	86.26	79.40
净资产收益率	17.76	8.14	9.12	12.40	8.99	7.83
总资产报酬率	12.51	7.95	8.00	9.33	7.85	6.80

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

参股保险/券商/银行/基金, 金融领域布局贡献可观投资收益。公司已在金融领域投资券商、银行、保险以及基金四个细分领域, 已初步完成金融领域的布局: 1) 2012年6月公司与乌海银行签订投资入股协议, 新增5000万投资取得3.99%股权; 2) 2007年公司出资8750万元认购2500万元增资并取得国都证券0.95%的股权, 国都证券挂牌新三板已于2017年1月获批; 3) 2007年11月公司出资2600万元受让天弘基金26%股权, 2011年出资4336.75万元以受让股权形式增持天弘基金10%股权, 2014年对天弘基金增资6943.05万元, 由于2014年天弘基金增资扩股, 引入阿里巴巴等新股东, 公司持有天弘基金的股权被摊薄至15.6%, 为第三大股东。截至2016年9月末, 公司分别持有华泰保险/天弘基金/乌海银行/国都证券15.3%/15.6%/3.99%/0.83%的权益, 金融领域的布局进一步提升了公司的盈利能力。2016H1天弘基金/华泰保险/乌海银行/国都证券分别为上市公司贡献投资收益9123/8451/600/789万元, 分别占公司当期归母净利润的14.47%/13.52%/0.95%/1.25%。

图 3: 金融布局投资情况

	华泰保险	天弘基金	乌海银行	国都证券
初始投资(万)	450,000	13,880	5,000	8,750
首次入股时间	2014年11月	2007年11月	2012年6月	2007年
目前持股比例	15.3%	15.6%	4.0%	0.8%
记账方法	权益法	权益法	可供出售	可供出售
账面价值*(万)	459,730	4,406	5,000	8,750
过去3年平均ROE	10.6%	37.1%	19.1%	10.3%
投资收益*(万)	8,451	9,123	600	789
过去3年投资收益率	8%	26%	11%	3%

*表示2016H数据

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 战略入股华泰保险, 民营资本驱动保险业务加速发展

公司于2014年11月通过股权转让获得华泰保险15.2951%股权, 其中, 公司从华润股份有限公司、华润(集团)有限公司取得华泰保险9.1136%的权益, 公司全资子公司君正化工从宝钢集团、宝钢新疆八一、宝钢上海五钢、中海油投资控股取得华泰保险合计6.1815%的权益。2015年12月9日, 公司及全资子公司君正化工与人福医药、天风天睿签订《联合收购协议》, 拟组成联合体受让中石化集团/中石化财务转让的华泰保险7.1114%/6.8379%的权益, 公司将以现金方式完成此次股权受让。

2015年12月23日，公司已与股权转让相关各方签订《产权交易合同》，目前收购事项尚待保监会审批，如若审批通过，公司将获得华泰保险共计6.9747%的权益，直接持股比例提升至22.2698%，成为华泰保险第一大股东。此外，2016年11月21日，公司与人福医药集团及其相关方签订《关于华泰保险集团股份有限公司一致行动协议》，组成一致行动人，因而如若本次收购获保监会审批通过，则公司与一致行动人将合计持有华泰保险36.3774%股权，整体控制权及影响力将显著提升，民营资本活力有望驱动华泰保险业务发展加速。

图 4: 2014 年君正集团首次收购华泰保险股权情况

转让方名称	转让股份 (万股)	转让比例	转让价格 (万元)
宝钢集团有限公司	11,000.00	2.74%	82,720.00
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	1,100.00	0.27%	8,272.00
宝钢集团上海五钢有限公司	660.00	0.16%	4,963.20
中海石油投资控股有限公司	12,100.00	3.01%	90,992.00
小计	24,860.00	6.18%	186,947.20
华润股份有限公司	28,237.00	7.02%	203,024.03
华润(集团)有限公司	8,415.00	2.09%	60,503.85
小计	36,652.00	9.11%	263,527.88
总计	61,512.00	15.30%	450,475.08

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2015 年君正集团第二次收购华泰保险股权情况 (尚需保监会审批)

转让方名称	转让股份 (万股)	转让比例 (%)	受让方	后让比例 (%)	受让数量 (万股)	成交价格 (亿元)
中国石油化工集团公司	28600	7.114	君正集团	2.0441	8,220.57	5.92
			君正化工	2.5427	10,225.95	7.36
			人福医药	2.5427	10,153.49	7.31
中国石化财务有限责任公司	27500	6.8379	君正集团	1.1321	4,553.05	3.28
			君正化工	1.2558	5,050.44	3.64
			天风天睿	4.45	7,896.51	12.89

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 华泰保险股权转让前后股权结构对比 (假设第二次股权转让获保监会批准)

股东名称	转让前	第一次转让后	第二次转让后
君正集团*	0.00%	15.30%	22.27%
安达集团	19.98%	19.98%	19.98%
中国石油化工集团公司	7.11%	7.11%	0.00%
华润股份	7.02%	0.00%	0.00%
中国石化财务有限公司	6.83%	6.83%	0.00%
国网英大国际控股集团	6.39%	6.39%	6.39%
重庆当代砾石股权投资管理有限公司*	6.06%	6.06%	6.06%
深圳市亿鑫投资有限公司	4.93%	4.93%	4.93%
上海昱泰实业发展有限公司*	4.90%	4.90%	4.90%
天风天睿	0.00%	0.00%	4.45%
人福医药*	0.00%	0.00%	2.54%
武汉当代科技产业集团股份有限公司*	0.61%	0.61%	0.61%
其他股东	36.17%	27.89%	27.86%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

收购华泰保险股权估值水平合理，保障公司权益的同时取得优质稀缺性保险牌照。1) 2014年12月31日，首次转让时，华泰保险总股本为40.22亿股，净资产111.35亿元，对应BVPS 2.77元；公司以45亿元，受让6.15亿股，对应每股价格为7.32/股，溢价164%，对应的华泰

保险估值 PB 约 2.64 倍; 2) 2015 年 12 月 31 日, 华泰保险总股本为 40.22 亿股, 净资产 127.36 亿元, 对应 BVPS 3.17 元; 公司以 20.2 亿元, 受让 2.8 亿股, 对应每股价格为 7.21/股, 溢价 128%, 对应的华泰保险估值 PB 约 2.28 倍, 对于未上市保险公司股权交易来说估值水平处于合理区间。

图 7: 近期末上市保险公司股权交易估值水平

序号	交易时间	标的公司	交易背景	交易涉及股权比例	交易的市净率	评估基准日
1	2015年9月	华夏人寿	收购	51.00%	1.62	2016/9/30
2	2015年1月	百年人寿	收购	2.83%	2.12	2013/12/31
3	2014年9月	国华人寿	收购	43.86%	2.04	2014/12/31
4	2014年9月	海康人寿	收购	50.00%	3.11	2013/12/31
5	2014年11月	华泰保险	收购	15.30%	2.64	2014/12/31
6	2015年12月	华泰保险	收购	6.97%	2.28	2015/12/31
7	2015年12月	中华联合	收购	19.60%	3.23	2015/12/31

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 上市保险公司估值水平

股票代码	公司名称	市净率(最新交易价格)
601628.SH	中国人寿	2.32
601318.SH	中国平安	1.7
601601.SH	中国太保	1.93
601336.SH	新华保险	2.3
2628.HK	中国人寿	1.68
2318.HK	中国平安	1.66
2601.HK	中国太保	1.67
1336.HK	新华保险	1.68
0966.HK	中国太平	1.12
1299.HK	友邦保险	2.02
1339.HK	中国人保	0.92

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

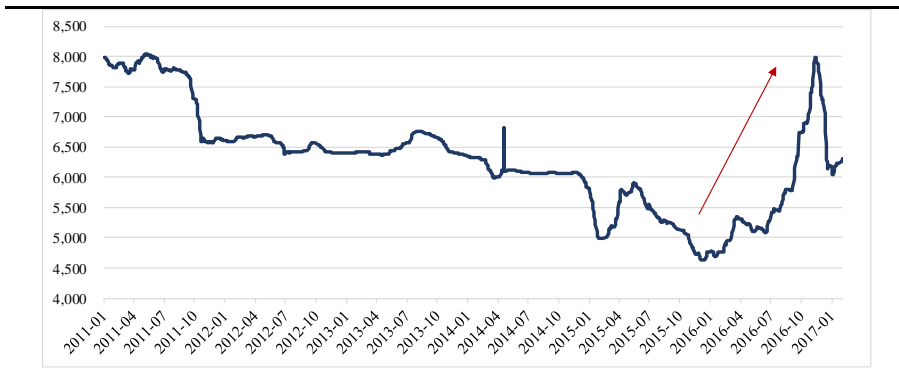
收购华泰保险进一步完善金融布局, 稳固投资收益。此次收购华泰保险将进一步巩固公司在金融领域的布局, 保险+基金+证券+银行, 四大金融子领域投资为公司带来稳健的投资收益。从 2014/2015/2016Q3 报表数据来看, 公司的投资收益已经逐步企稳, 收益水平基本稳定在 2 亿以上, 占税前利润 25% 左右。若此次受让中石化持有的华泰保险股权获批后, 公司将成为华泰保险集团第一大股东, 公司的投资收益将进一步得到提升。

2. 化工主业：成本优势显著，涨价驱动业绩高弹性

2.1. 核心化工产品价格大幅反弹，驱动业绩环比高增长

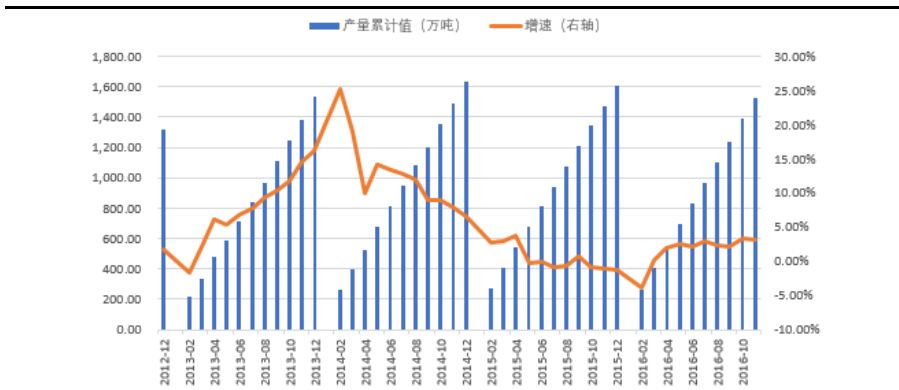
PVC：从2016年1月下旬起，PVC价格出现比较明显的反弹，电石法PVC全国市场中间价2016Q4一度上涨至8000元/吨，主要是由于：1) 环保核查使很多PVC厂真正被关停，导致产量增速始终在低位徘徊；2) 净出口数量在逐渐增加；3) 煤炭和电石价格的上涨推动PVC的攀升。当然，随着行情的回暖，产量开始逐渐回升，导致了PVC价格的回调，11月中旬以后PVC开始回落，但目前价格仍较2015年末最低位有34%的增长。近期美国新任总统特朗普上台推出万亿基建计划，我们预计未来美国PVC出口将进一步减少，而需求将增加，预计PVC价格将再度回升并持续保持高位。

图9：2011-2017.02 电石法PVC全国中间价（单位：元/吨）



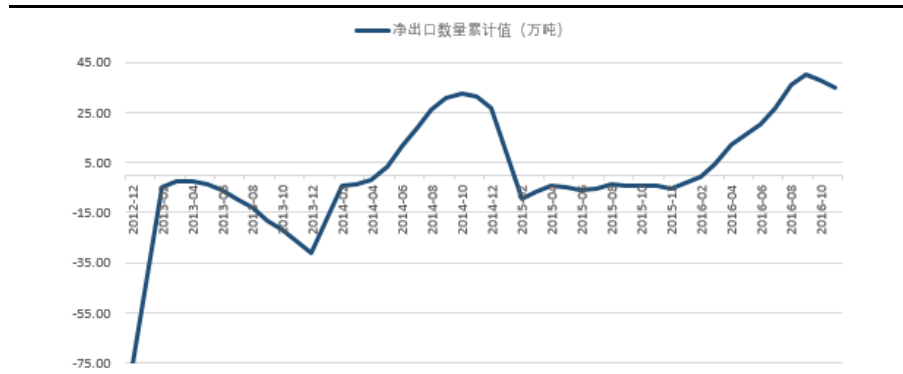
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2013-2016 PVC产量及同比增速



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 11: 2013-2016 PVC 净出口累计值



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

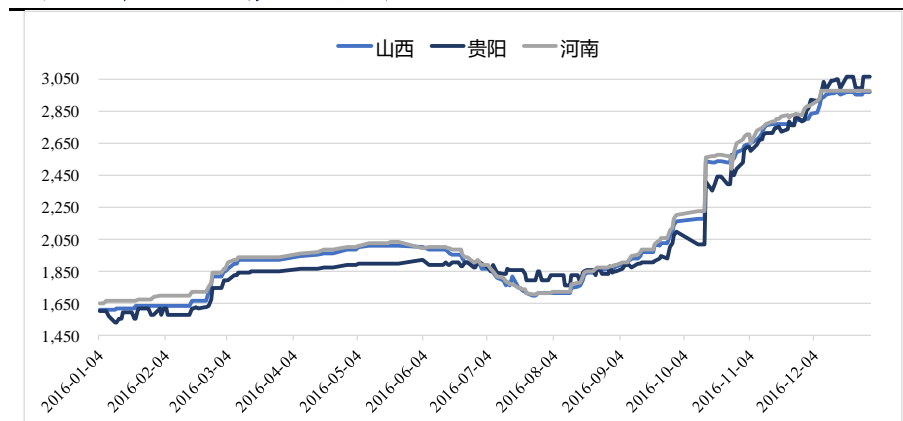
烧碱: 2016年7月以来, 烧碱价格迅速反弹, 涨幅超过50%, 多地烧碱价格刷新了历史高位, 且至今价格仍保持在接近1000元/吨的水平。此次烧碱价格爆发的原因主要是: 1) 环保督查导致开工负荷下降; 2) 下游最大需求方氧化铝的回暖助推烧碱价格。2017年, 环保督查组计划完成其余省(市、区)的环境保护督察任务, 并将适时组织开展督察“回头看”, 预计将进一步加速供应紧张, 因此, 预计目前的高景气行情至少还能持续2-3个季度。

图 12: 2011-2017.01 烧碱市场中间价走势 (单位: 元/吨)



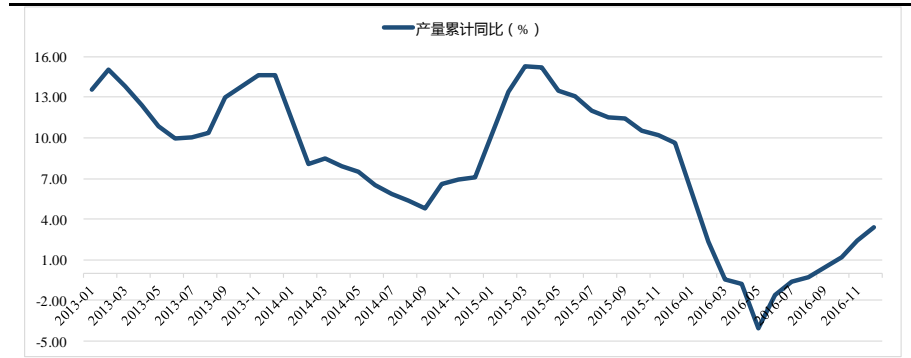
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 氧化铝主要产地出厂价格



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

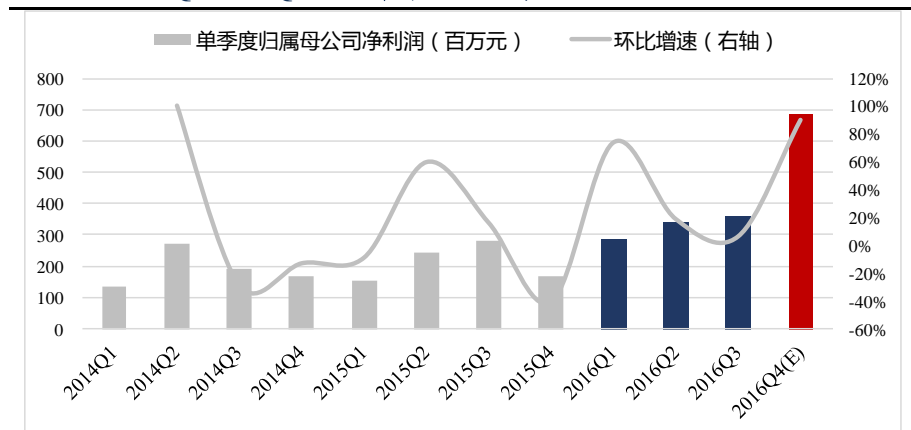
图 14: 氧化铝累计产量同比增速



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

充分受益核心产品涨价, 公司业绩持续高增长且高弹性可期。由于 2016 年 1 月以来公司核心化工产品 PVC、烧碱、硅铁等价格大幅上涨, 驱动业绩显著提升。根据 2016 年业绩预告, 公司 2016Q4 单季度实现归母净利润的上限为 6.89 亿元, 同比增长 316%, 环比增长 90%, 单季度业绩爆发, 且进入 2016 年以来单季度净利润连续环比高速增长, 充分受益于主导产品涨价行情。未来, 预计相关化工产品市场价格将维持高位, 部分产品价格或继续上涨, 公司业绩将持续彰显高弹性, 潜在高增速可期。

图 15: 2014Q1-2016Q4 公司单季度归母净利润概况

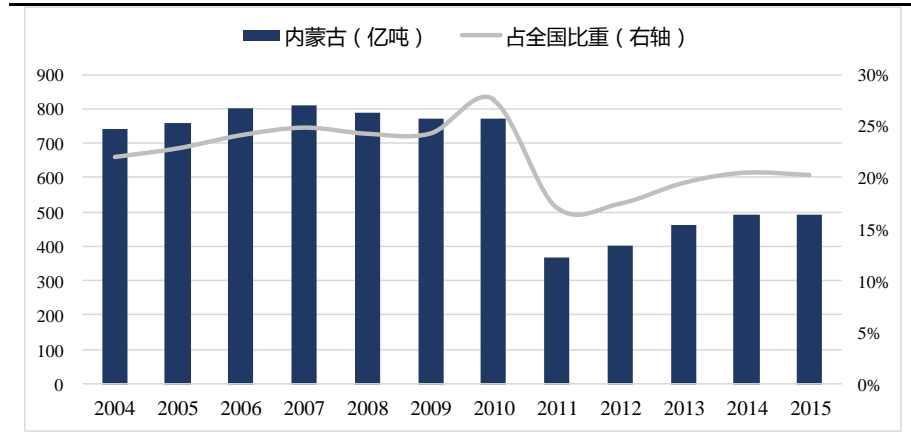


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 乌海区域资源丰富, 成本优势显著保障毛利率领先

氯碱化工生产主要成本项为电和电石, 依托乌海区域资源建立显著成本优势。1) 内蒙古煤炭资源储量丰富, 公开资料显示, 自国家开始投入地勘工作起至今, 内蒙古累计探明煤炭储量逾 8000 亿吨, 居全国首位, 同时煤炭资源基础储量占全国比重持续高于 17%。公司所处的乌海周边煤炭开采和加工企业密集, 大量低成本的电煤用于公司自备电厂发电, 公司发电成本优势明显。2) 乌海市周边地区拥有大量优质石灰石资源, 优质石灰石储量达 250 亿吨, 可用于生产低成本的优质电石。

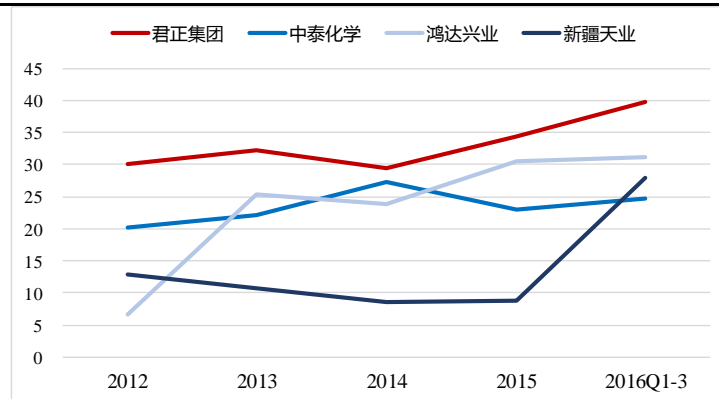
图 16: 2004-2015 年内蒙古煤炭基础储量及占全国比重



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

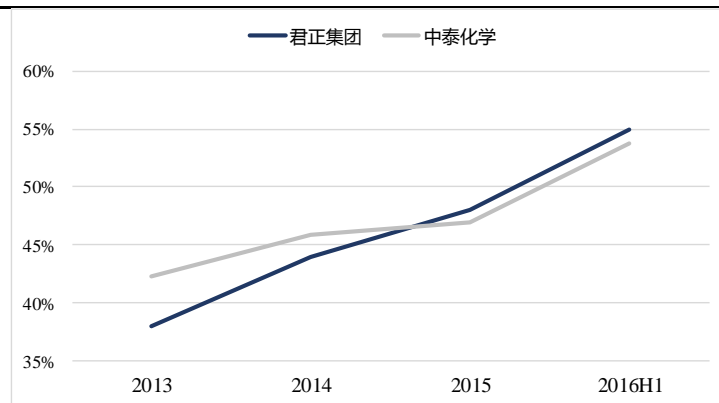
成本优势保障公司毛利率稳步提升, 并大幅领先于行业平均。与内蒙古区域外的同行业公司相比, 公司的电和电石成本优势明显, 导致毛利率水平明显领先。与行业可比公司中泰化学、新疆天业、鸿达兴业相比, 公司毛利率持续显著领先, 2016Q1-3 提升至 39.7%, 成本优势不断凸显, 细分产品而言, 公司氯碱类产品的毛利率近年来超越中泰化学, 而发电成本则大幅领先, 2016H1 高达 58.9%, 主要受益于低成本电煤和自备发电厂。

图 17: 2012-2016Q1-3 君正集团与行业可比公司整体毛利率对比 (%)



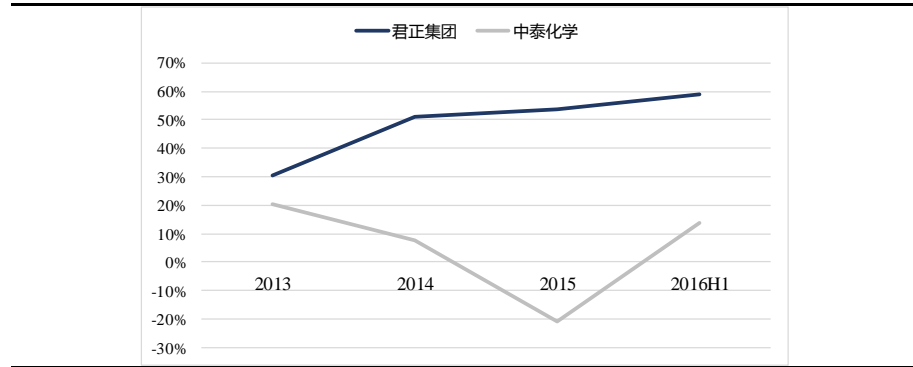
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2013-2016H1 君正集团与中泰化学氯碱产品毛利率对比



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2013-2016H1 君正集团与中泰化学电产品毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 一体化循环经济产业链+优化管理显著提升竞争力

一体化循环经济产业链项目稳步提升各项经营指标。公司自成立以来,依托当地资源优势,通过多年经营,已形成了较为完整的“煤-电-氯碱化工”和“煤-电-特色冶金”一体化的循环经济产业链,实现了资源、能源的就地高效转化。一体化循环经济产业链是近几年中国聚氯乙烯工业发展的显著特点,华中、华南、华东等区域的氯碱企业多是缺乏原材料成本优势,或者未形成完善的循环经济产业链条,相对竞争力较弱。

公司的循环经济全产业链帮助公司在整体化工行业处于下行通道时仍然保持向上的销售毛利率,销售净利率等盈利指标,2011-2015 公司的销售毛利率为 30.54%/30.08%/32.17%/29.54%/34.51%,销售净利率为 15.67%/11.45%/14.86%/15.78%/17.03%,而销售成本率则一直震荡向下,2011-2015 年的销售成本率为 69.46%/69.92%/67.83%/70.46%/65.49%。随着化工主业的回暖,公司的盈利能力势如破竹,2016Q3 销售毛利率 60.26%,销售净利率 25.36%,营业收入较同期增长 8.5%,净利润较同期增长 48%。预计公司 2017 年将延续增长势头。

图 20: 上市公司化工业务主要盈利能力指标

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
销售净利率	15.67	11.45	14.86	15.78	17.03	25.36
销售毛利率	30.54	30.08	32.17	29.54	34.51	39.74
销售成本率	69.46	69.92	67.83	70.46	65.49	60.26
净利润/营业总收入	13.83	11.04	13.17	10.58	11.63	15.76
营业利润/营业总收入	16.02	13.76	16.23	12.67	13.74	19.92

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

不断提升综合管理能力和技术创新,推动经营效率和盈利能力增强。公司在冶金、电力、氯碱化工等行业积累了丰富的运营及管理经验,通过引进国际先进技术、装备和先进经验,并在生产中广泛应用,使得公司技术装备达到行业领先水平。公司积极推进在原有生产线上的技术改造与创新,持续提升技术水平,推动公司在技术创新领域走在行业的前列。公司凭借管理创新和技术创新带来的综合竞争优势,通过不断加强生产企业内部管理和生产过程管控、全面推行以成本控制和费用控制为核心的绩效考核体系、对生产装置进行机械化自动化改造、重视全员素质实行人员优化等措施,实现了公司盈利能力的持续提升。

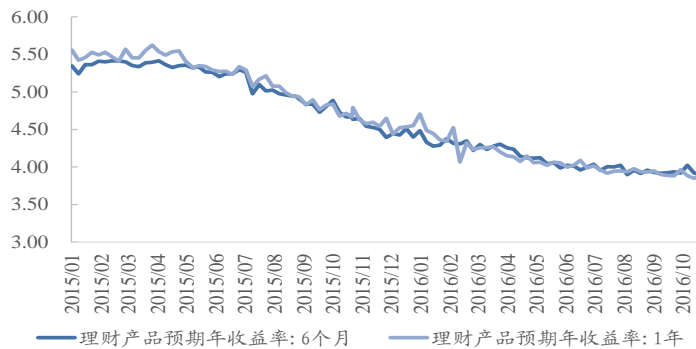
3. 保险业务：稀缺保险集团牌照+稳定盈利能力

3.1. 保险行业格局：寿险高景气+财险竞争加剧

3.1.1. 寿险市场：处于高景气周期

寿险行业高景气持续。在利率下行+保险投资限制放宽大背景下，中国寿险市场正处于高景气周期：14/15/1H16 寿险保费规模同比增速分别为 20%/43%/47%，行业总资产规模环比增速分别为 21%/20%/19%。15-16 年寿险行业新单保费保持高景气，这主要是由于：1) 银行存款和银行理财收益率持续下滑；2) 15 年代理人资格考试取消导致代理人数量高速增长；3) 股市震荡导致居民理财风险偏好下降，寿险吸引力提升。

图 21：银行理财产品收益率持续下行（%）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

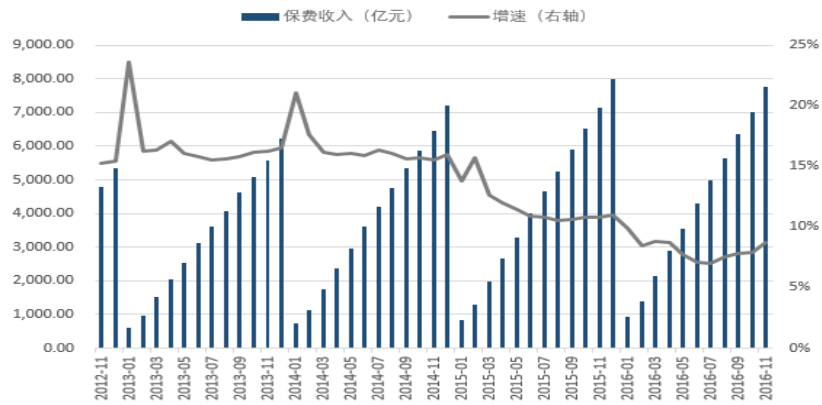
预计 2017 年寿险新单保费增长 20%左右。受益于 2015 年代理人准入资格考试+实体经济不振的挤出效应，预计 2017 年代理人增员较快，代理人数量将保持 30%左右高增长，但是增速开始放缓。从产品角度来看，开门红产品利率下调+银行理财收益率触底+股市回暖将影响寿险产品相对吸引力，个人人均产能或受一定拖累。综合来看，我们预计 2017 年全年寿险新单保费保持 20%左右的增速，景气度持续。

3.1.2. 财险市场：经济放缓+车险费改，压缩承保盈利空间

经济增速放缓+车险费改推进将驱动财险保费增速将持续放缓。2015 年财险行业保费增长 11.6%，2016 年前三季度同比增速放缓至 7.8%。由于中国财险保费超过 70%的来源仍是车险，未来新车销量增速放缓+车险费改全国落地将拖累财险保费增速。

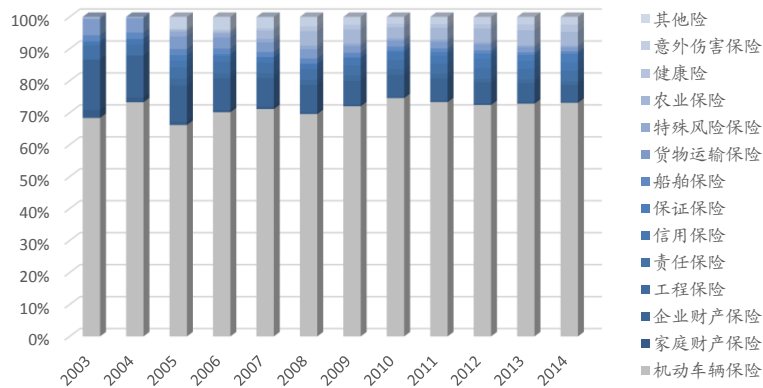
未来车险费改推进将驱动行业集中度进一步提升。在目前车险费改阶段，车险费率的自主定价部分的调整幅度尚未完全放开（自主核保因子和自主渠道因子分别有 15%调整空间），未来保监会将逐步取消调整幅度限制，因此未来行业竞争压力将进一步提升，预计将会带来两方面变化：1) 行业集中度将进一步提升：大型公司将凭借对车险销售端和服务链条的控制力和数据优势扩大市场份额，中小型公司或面临销售费用和赔付率同时攀升的困境；2) 车险市场在重新寻求平衡的过程中，行业整体的承保利润空间被挤压。

图 22: 2012-2016 财产险保费及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 23: 财险行业分险种保费占比



资料来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 华泰保险：稀有保险集团牌照+稳定盈利能力

华泰保险集团股份有限公司是一家集财险、寿险、资产管理、基金于一体的综合性金融保险集团，前身是 1996 年成立的华泰财产保险股份有限公司，注册资本为 40.22 亿元人民币。华泰保险集团旗下拥有华泰财险、华泰人寿、华泰资产管理、华泰基金等全资或控股子公司，经营范围涵盖财产损失险、责任险、水险、健康险、传统寿险、意外险、健康险等保险业务，同时开拓了基础设施、股权和海外投资等业务，发行多款项目投资产品。

综合性保险集团牌照具有很高稀缺性。不同于普通保险公司，华泰保险集团是仅有的 12 个保险集团之一。由于保监会鼓励发展专业性保险机构，未来大概率不会有新的保险集团牌照获批，因此保险集团牌照稀缺性极高。华泰保险集团旗下包括财险、寿险、保险资管，可以经营全部类型保险业务，综合业务带来较高的业绩稳定性，并可实现协同：财险、寿险、和基金产品的交叉销售，共享不同业务线的客户资源的同时通过完善的金融产品线维护现有客户资源（如平安），更大的资产规模带来更高的资管效率。

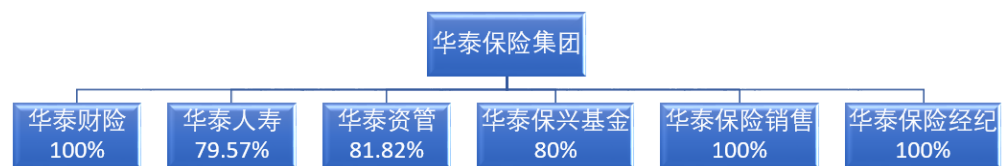
图 24: 目前我国 12 家保险集团牌照



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

华泰保险集团旗下拥有华泰财险、华泰人寿、华泰资管、华泰保兴基金、华泰保险销售以及华泰伟业上海保险经纪公司, 各自的持股比例分别为 100%/72.55%/81.82%/80%/100%/100%。综合性经营的协同优势使得华泰保险集团盈利能力稳定向上, 2011-2015 年实现净利润 2.2/3.2/5.3/10.9/18 亿元, 受益于资本市场红利, 在 2014 年保费下滑的情况下, 实现投资收益增长 50%, 净利润翻番, 可见集团投资能力优异。

图 25: 华泰保险集团组织机构



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 26: 华泰保险集团主要财务指标

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015
净资产	54.9	60.0	97.0	111.4	127.4
总资产	315.6	385.3	365.5	373.5	413.4
净利润	2.2	3.2	5.3	10.9	18.0
保费	79.1	85.8	93.8	90.4	93.4
财险偿付能力充足率	152.5	221%	215.99	392.44	443%
寿险偿付能力充足率*	142%	202%	185%	228%	239%
资管第三方管理规模**	1.17	31.57	1,438.40	1,917.52	2,602.95
投资收益率**	3.36%	4.05%	4.35%	6.11%	5.71%

*基于就偿付能力体系

**2011-2014为估算值, 2015为年报披露

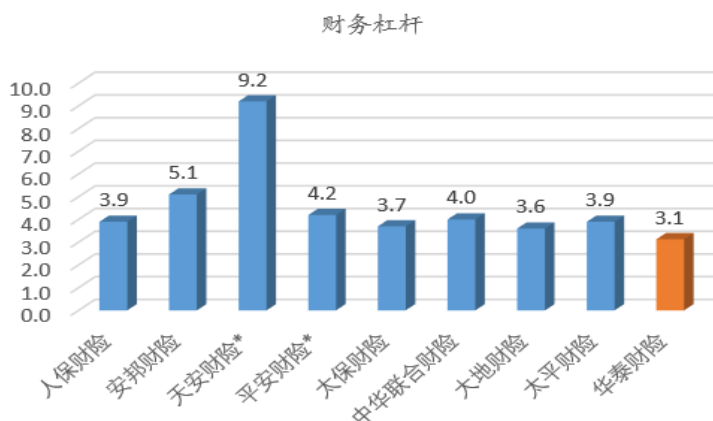
资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2.1. 财险: 稳定实现承保盈利, 独有 EA 模式带动保费增长

杠杆较低, 资本充足可支撑业务规模翻倍。华泰财险 2011 年 7 月由华泰保险集团全资设立, 注册资本 30 亿元(分五期缴足), 承接华泰保险集团所有财产险业务。华泰财险资产规模增长平缓, 2015 年底总资产 152.07, 较 2011 年 111.46 亿元仅增长 36%; 净资产 48.59 亿, 财务杠杆

为 3.13 倍，保费收入/净资产倍数为 1.3 倍，低于行业平均水平；2015 年底综合偿付能力充足率 395%（偿二代基础），远高于 100% 的监管要求和行业平均水平。从资本角度来看，华泰财险业务规模仍有巨大增长空间：假设公司长期偿付能力充足率目标为 200%，则年保费规模可达当前水平（15 年 66 亿）的 2 倍。

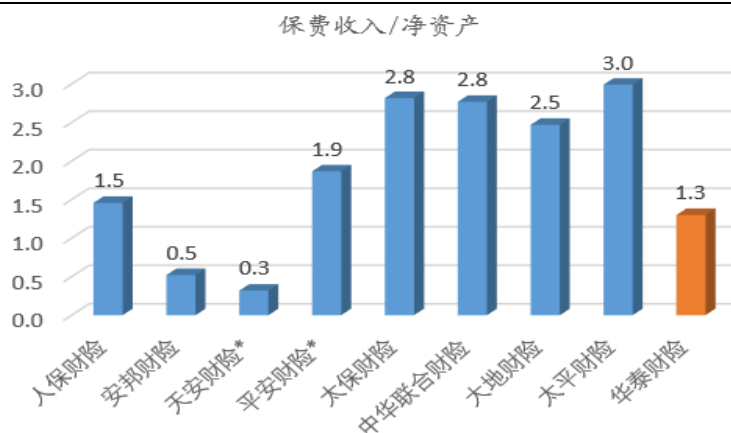
图 27：主要财险公司杠杆



*表示2016Q3数据，其余为2015年数据

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

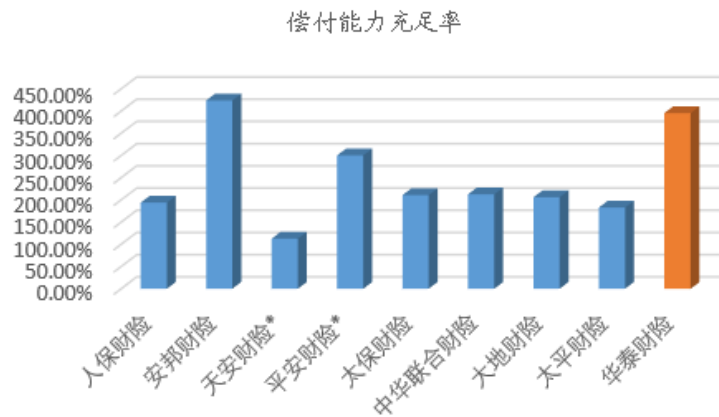
图 28：主要财险公司保费收入/净资产倍数



*表示2016Q3数据，其余为2015年数据

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 29: 主要财险公司综合偿付能力充足率



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

独有 EA 模式带动推动保费增长, 差异化竞争优势开始显现。华泰财险 2009 年开始实施营销模式变革, 引入 EA 社区门店模式, EA 模式是 Exclusive Agent 的简称, 意为“专业代理人”, 明确规定了代理人仅为一家保险公司代理的专属代理关系, 每个代理人以门店为中心, 独立开展业务并对经营成果负责, 是一种支持金融创业和永续经营的模式。该模式在欧美、日本等发达国家已经发展多年并成为主流。2013 年加快转型变革步伐, 全面推进“EA 模式、经纪人和电子商务”主渠道战略实施, 加强产品与渠道创新, 打造差异化竞争优势。2015 年, EA 渠道实现保费 23 亿, 同比增长 47.8%, 商险单元保费综合成本率 82.07%, 承保盈利 1.74 亿元, 电商单元实现保费收入 6.5 亿元。此外, 2015 年 12 月华泰财险的 EA 模式正式获得保监会批准, 向全国范围扩大, 华泰财险的保费收入增长明显开始提速。

图 30: 华泰财险 EA 社区门店



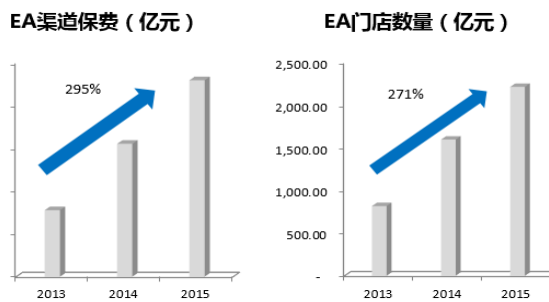
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 31: 华泰财险全国 EA 门店布局



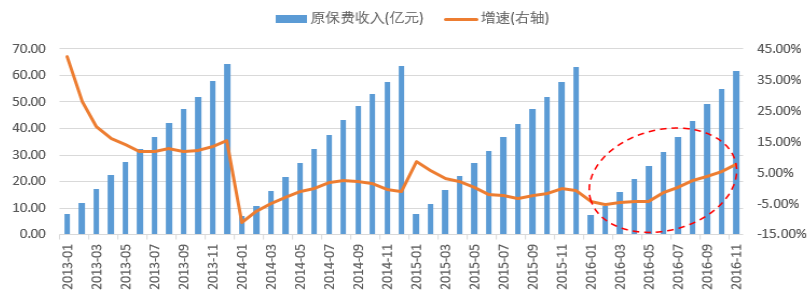
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 32: 华泰财险 EA 渠道保费及门店数量



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

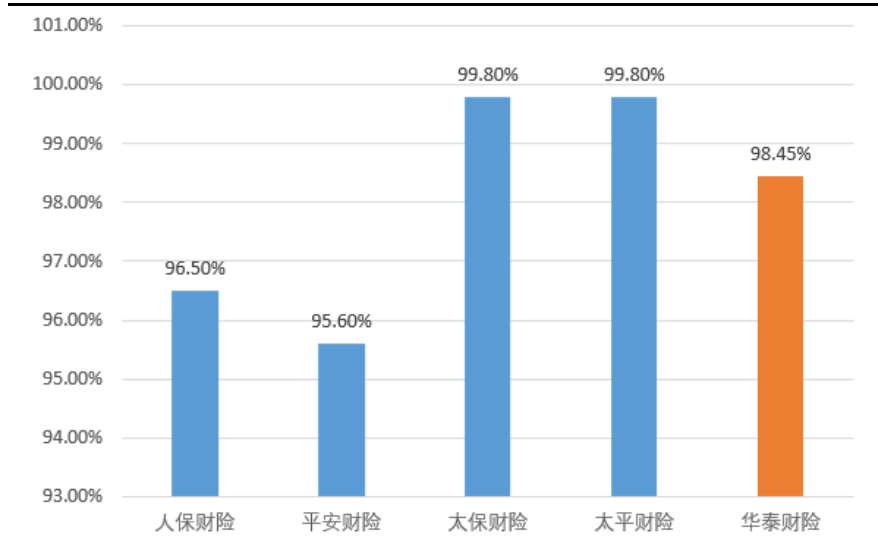
图 33: 华泰财险原保费收入及增速



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

连续 5 年承保盈利, 未来将持续带来稳定盈利。华泰财险是行业内极少数连续 5 年实现承保盈利的中型财险 (平均综合成本率 98.45%), 2011-2015 年实现净利润 1.58/2.88/3.01/5.1/7.53 亿元, 未来将持续带来稳定盈利。此外, 2011-2015 年投资收益为 0.76/3.22/2.37/5.06/8.49 亿元, 在总资产平稳增长的情况下, 投资收益波动较大且 2015 年增速略有放缓。

图 34: 2015 年大型财险公司与华泰财险综合成本率



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 35: 华泰财险核心财务指标

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015
净资产	15.5	23.7	26.3	42.4	48.6
总资产	111.5	126.9	134.6	129.9	152.1
净利润	0.5	3.1	2.9	5.2	7.6
综合成本率	na	na	na	98.89%	98.52%
保费	20.2	57.2	64.9	65.2	65.6
偿付能力充足率	152.5	220.8	216.0	392.4	442.8
实际资本	9.4	16.1	17.2	31.1	35.9
最低资本	6.1	7.3	8.0	7.9	8.1
投资收益率*	1.31%	4.63%	3.21%	6.15%	8.28%

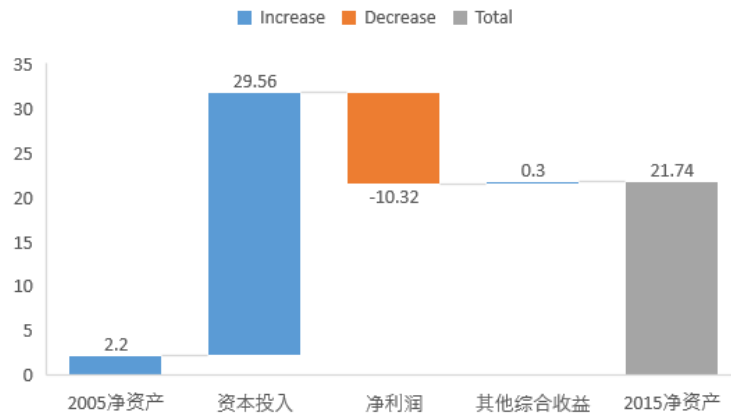
*根据财报数据估算

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2.2. 寿险: 业务结构优良, 已进入稳定盈利周期

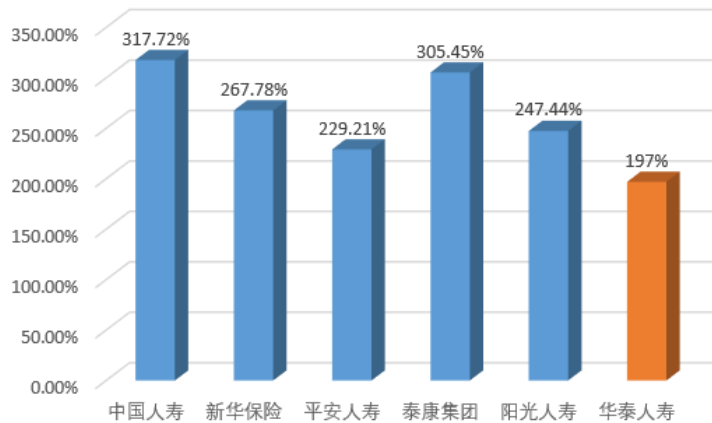
资本利用较为充分, 加杠杆空间有限。华泰人寿于 2005 年 3 月由华泰保险集团/安达北美洲保险/贵州茅台亿阳集团/昆明华铁/汇联资产/华润股份共同出资设立, 注册资本 3.2 亿元, 华泰保险集团持有 13 亿股, 占 72.55% 的权益。成立以来, 华泰人寿 7 次增资, 2015 年注册资本为 27 亿元, 净资产为 21.7 亿元, 较 2011 年的 14.14 亿增长 54, 总资产 195.8 亿较 2011 年的 176.29 增长 11%。2016 年华泰人寿综合偿付能力充足率稳定在 200% 水平, 基于稳健的经营策略 (维持 200% 左右的充足率) 继续加杠杆空间有限。在股东不继续增资的前提下, 公司未来的利润增长将主要来自于业务结构的优化而不是资产规模的增长。

图 36: 2005-2015 年华泰人寿净资产累计变化分析 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 37: 2015 年主要寿险公司综合偿付能力充足率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

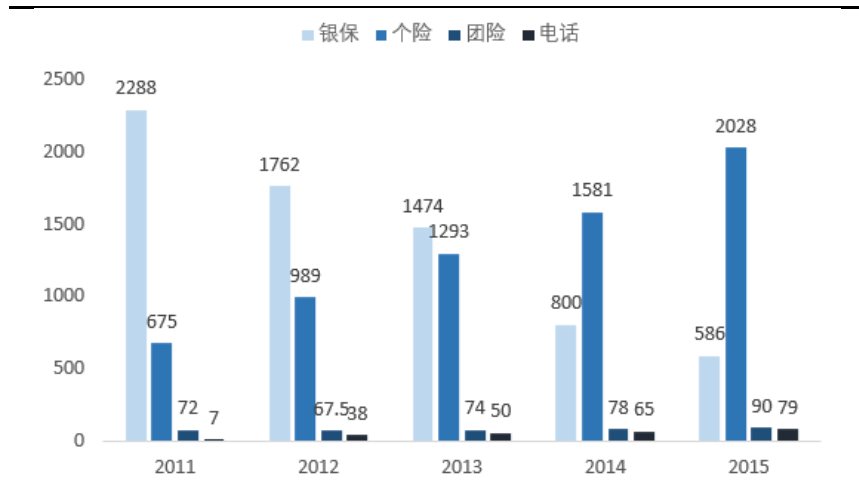
保障型业务占比提升驱动公司逐渐进入稳定盈利周期。华泰人寿 2014 年前处于亏损状态, 在不能进一步扩充资本的情况下, 为保证适当的偿付能力充足率预留安全边际而缓慢推进业务发展。而 2014 年起公司开始盈利, 2014/2015 年净利润分别为 0.76/3.2 亿元, 2015 年承保盈利 0.19 亿元, 华泰人寿的扭亏为盈, 主要由于业务结构的调整。华泰人寿长期依赖投资型产品, 盈利主要依赖利差, 而利差与资本市场高度相关, 盈利缺乏稳定性。2013 年下半年开始, 新上任总经理李存强宣布全面停止高现价趸交产品, 2014 年全面调整业务结构及渠道结构, 由投资型逐渐转向保障型产品, 由银保渠道转向个险渠道: 1) 华泰人寿总经理李存强在一次保险论坛上提表示, 2012 年保障型产品占 12%, 业务改革后, 2013-2015 占比分别为 25%/45%/48%; 2) 银保渠道由 2012 年的 62% 下降至 2015 年的 21%, 个险渠道则从 35% 增长至 73%。保障型业务逐渐提升+个险渠道的打通, 驱动公司逐渐进入稳定盈利周期。

图 38: 华泰人寿核心财务指标

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015
净资产	14	15	14	19	22
总资产	176	202	187	188	196
净利润	-3	-2	-1	1	3
投资收益率*	3.31%	3.70%	4.76%	5.98%	8.25%
偿付能力充足率	142.0%	201.5%	185.4%	227.8%	238.9%
实际资本	8	13	12	15	14
最低资本	6	6	7	6	6
保费	30	29	29	25	28
个险保费	7	10	13	16	20
银保保费	23	18	15	8	6
长险准备金	91	52	88	85	67

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

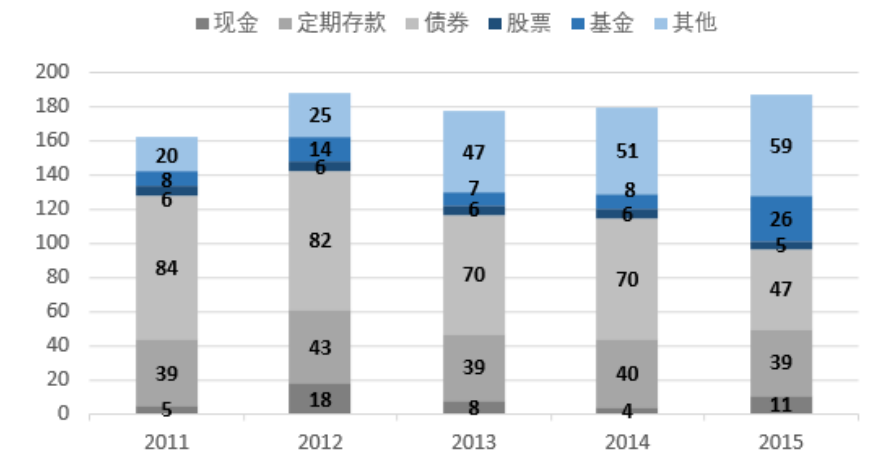
图 39: 华泰人寿分渠道保费



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

华泰人寿资产配置较为均衡。华泰人寿一直以稳健为经营策略, 在投资策略上较为均衡。2011-2015 年华泰人寿大比例配置现金+固定收益类资产, 在固收基础上灵活配置基金+股票, 2015 年底资产大类配置比例为: 现金 6%/定期存款 21%/债券 25%/股票 2%/基金 14%/债权计划 23%/资管 4%/资产支持 1%/其他 4%, 固收类资产占比近 50%, 投资风格比较保守。从过去 5 年的投资收益率来看, 2011-2014 年投资收益率基本维持在 3-6% 左右, 而 2015 年高达 8%。

图 40: 华泰人寿 2011-2015 资产配置



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2.3. 资管：市场化竞争力行业领先

第三方资产管理占比领先行业，投资收益率大幅超越市场基准。华泰资管成立于 2005 年，一方面服务集团发展战略，一方面努力开拓第三方机构客户市场，是市场化程度最高的保险资产管理机构。2015 年末，华泰资管管理资产规模 2860.39 亿元，同比增长 31.39%，其中第三方管理资产规模占比达 91%（大幅领先同业），合计 2603 亿元。2015 年，华泰资管业绩创新高，实现净利润 4.26 亿元，同时客户数量亦创新高，机构客户突破 200 家。截至 2015 年末，华泰资管账面总资产 21.31 亿元，同比增长 31.12%；净资产 17.54 亿元，同比增长 27.75%。成立十年来，华泰资管为保险行业创造投资收益逾 200 亿元人民币，投资收益率大幅超越市场基准。

市场化机制领先、激励机制优异，事业部制改革顺应大资管市场格局。华泰资产管理顺应大资管市场竞争格局的变化，进一步深化事业部制改革，有效提升了经营管理机制的市场化水平。2014 年，华泰资管按照业务类型将部门划分为证券、项目、金融三大事业部，该调整促使公司组织更加市场化、扁平化、专业化。新机制带出新活力，2014 年实现证券增能力、项目保效益、金融扩规模。紧紧围绕“服务保险主业，紧贴市场需求，专注绝对回报，创造客户价值”的战略定位，经营业绩再创新高。此外，华泰资管业务人员收入与管理费挂钩，激励机制优于公募基金和券商平均水平，推动公司第三方资管业务发展迅猛。

各线业务深化改革创新，企业年金业务不断取得突破。1) 证券投资方面，在保险业内首发量化对冲投资产品，年化收益近 20%，并重点拓展第三方客户，提升客户体验成效显著，2015 年客户数量及产品规模同比增长 256% 和 1014%。2) 项目投资方面，注册规模行业占比进一步提升并在业内排名居前，推出公司第一单永续债项目“华泰—招商局重大工程建设基础设施债权计划”，具有重要创新价值，成功实现跨事业部合作。3) 市场营销方面，金融事业部广布客户市场网络，实现保险客户深化合作有成效、银行机构通道合作有数量、年金客户保持稳定有增长。4) 年金业务方面，依托企业年金投资管理人资格牌照，加强对大型企业年金客户的持续

营销，凭借优异的投资业绩中标中国移动、中国能建、中国工商银行年金的投资管理人。5) 创新业务及金融同业方面，重点拓展两融收益权和应收款收益权产品，与近百家银行建立业务关系。

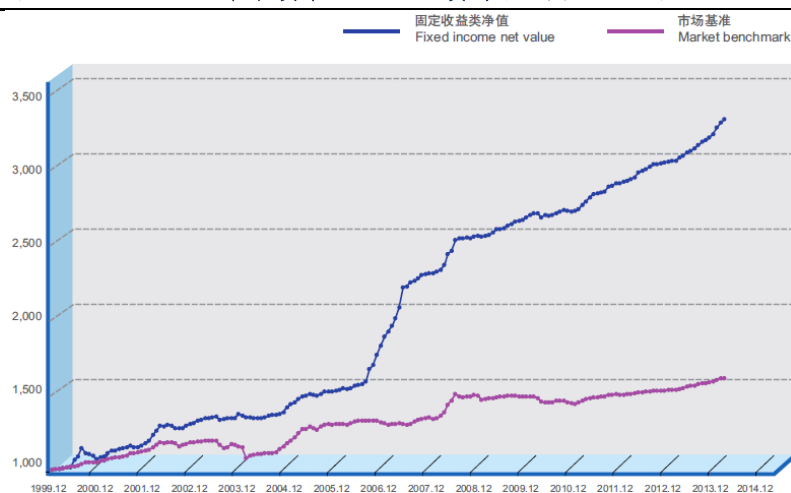
图 41: 2011-2015 华泰资管主要财务指标

单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015
管理资产	1.5	38.4	1,689.1	2,177.0	2,860.4
第三方规模*	1.2	31.6	1,438.4	1,917.5	2,603.0
净资产	8.7	10.5	12.8	13.7	17.5
净利润	1.5	2.1	2.4	3.2	4.3

*2011/2012/2014为估算值，2013/2015为年报披露值

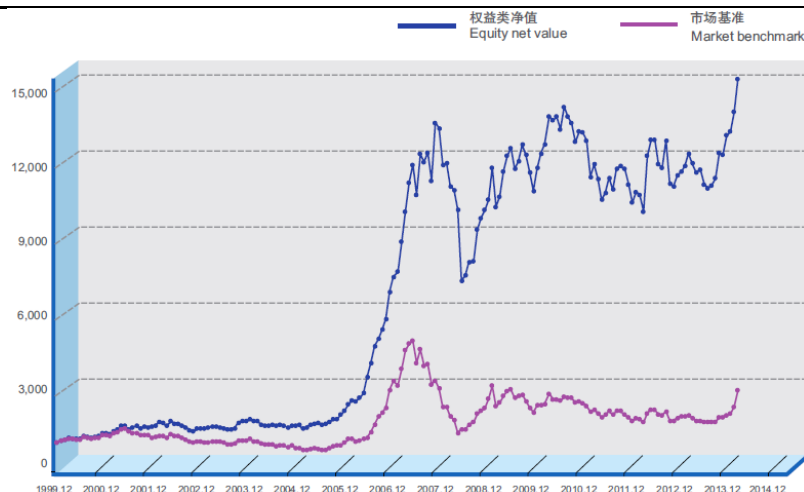
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图 42: 1999-2014 华泰资管固收类投资净值增长比较图



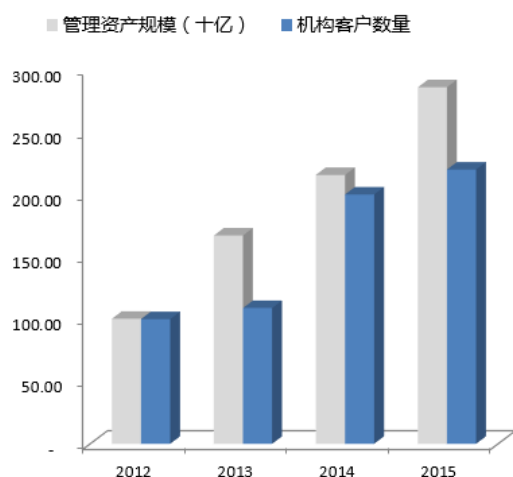
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图 43: 1999-2014 华泰资管权益类投资净值增长比较图



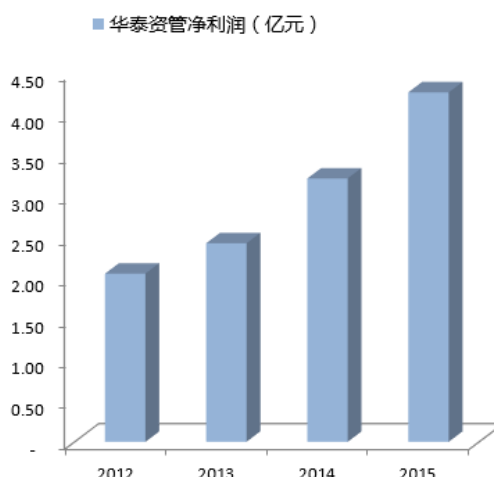
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图 44: 华泰资产管理规模及机构客户数



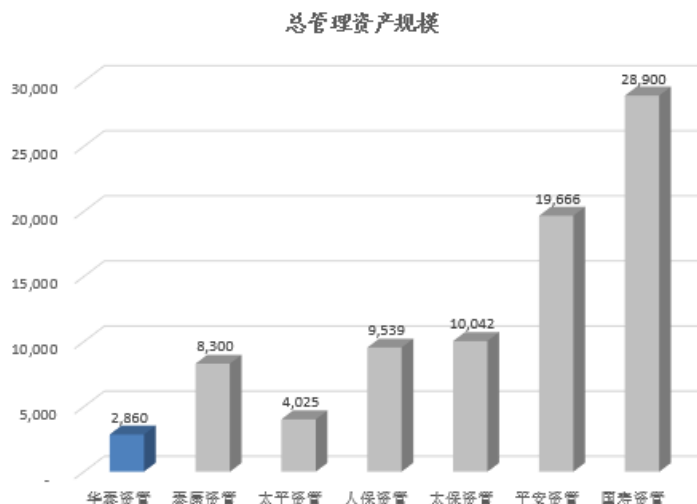
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 45: 华泰资产管理净利润



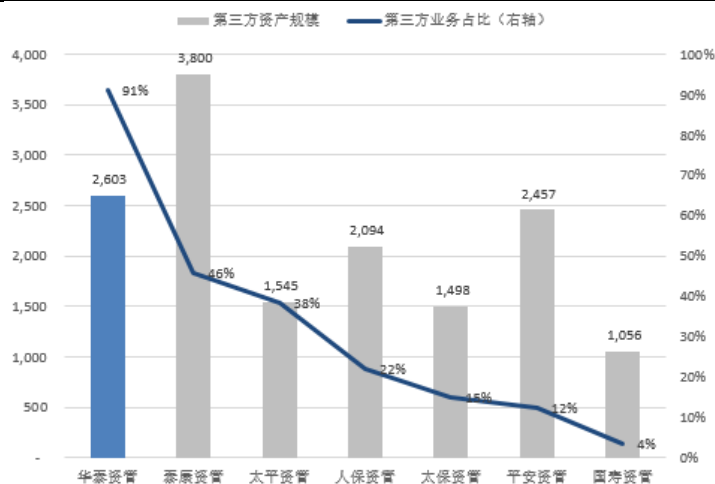
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 46: 2015 年保险资产总管理资产规模



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 47: 2015 年保险资管三方资产规模及占比



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

公司目前拥有聚氯乙烯产品产能 70 万吨，烧碱产品产能 48 万吨，硅铁产品产能 30 万吨，我们预计未来 PVC 价格将维持高位震荡整理，而烧碱价格将继续上扬，有望突破新高。此外，公司本次股权受让获批后，将成为华泰保险集团第一大股东，金融布局全面推进，未来投资收益将稳定增长。因此，我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 15.6/18.4/20.3 亿元，EPS 分别为 0.18/0.22/0.24 元。其中，化工主业贡献利润 12.4/14.5/15.8 亿元，保险贡献利润 1.75/2.16/2.56 亿元，其他投资业务贡献利润 0.12/0.13/0.13 亿元。

图 48: 2016-2018 年盈利预测

单位: 亿元	资产负债表			
	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	42.12	30.64	31.95	49.98
应收票据	7.91	8.70	9.57	10.53
应收账款	1.06	0.77	0.85	0.93
预付款项	0.60	4.41	4.85	5.33
其他应收款	5.44	2.79	3.07	3.38
存货	2.51	4.07	4.47	4.92
其他流动资产	2.89	1.50	1.73	2.04
可供出售金融资产	2.84	2.66	2.74	2.70
长期股权投资	51.65	51.65	71.85	71.85
固定资产	79.45	79.45	79.45	79.45
在建工程	3.14	3.14	3.14	3.14
工程物资	0.13	0.13	0.13	0.13
无形资产	3.94	3.94	3.94	3.94
商誉	0.12	0.12	0.12	0.12
其他非流动资产	0.97	0.97	0.97	0.97
资产总计	204.77	194.94	218.84	239.41
短期借款	10.36	10.36	10.36	10.36
应付票据	5.53	5.09	5.60	6.16
应付账款	13.82	12.29	13.52	14.87
预收款项	1.74	1.17	1.28	1.41
应付职工薪酬	0.29	0.38	0.36	0.38
应交税费	0.90	0.82	0.86	0.84
应付利息	0.39	0.39	0.39	0.39
其他流动负债	16.61	9.43	13.02	11.22
长期借款	2.46	2.46	2.46	2.46
应付债券	14.88	14.88	14.88	14.88
长期应付款	15.39			
预计负债	0.03	0.03	0.03	0.03
其他非流动负债	0.22			
负债合计	82.62	57.29	62.76	63.00
归属于母公司所有者权益合计	122.07	137.56	156.00	176.33
少数股东权益	0.09	0.08	0.08	0.08
所有者权益合计	122.15	137.65	156.08	176.41
负债和所有者权益总计	204.77	194.94	218.84	239.41

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 49: 2016-2018 年盈利预测

单位: 亿元	利润表			
	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	48.33	58.00	63.80	70.18
营业收入	48.33	58.00	63.80	70.18
营业总成本	41.69	44.42	47.79	52.74
营业成本	31.65	35.96	39.55	43.51
营业税金及附加	0.47	0.56	0.62	0.68
销售费用	2.27	2.44	2.68	2.95
管理费用	3.76	4.47	4.91	5.40
财务费用	3.45	0.90	-0.08	0.10
资产减值损失	0.11	0.10	0.10	0.10
其他经营收益	2.11	3.64	4.50	5.23
投资净收益	2.11	3.64	4.50	5.23
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	2.00	3.50	4.35	5.08
营业利润	8.75	17.22	18.64	20.52
加: 营业外收入	0.67	0.68	0.66	0.65
利润总额	9.42	17.90	19.30	21.17
减: 所得税	1.18	2.33	2.75	3.03
净利润	8.23	15.57	18.41	20.31
减: 少数股东损益	-0.17			
归属于母公司所有者的净利润	8.40	15.57	18.41	20.31
加: 其他综合收益	0.29	0.02	0.02	0.02
综合收益总额	8.52	15.59	18.43	20.33
减: 归属于少数股东的综合收益总额	-0.17			
归属于母公司普通股股东综合收益总额	8.69	15.59	18.43	20.33
重要财务与估值指标				
每股收益	0.23	0.18	0.22	0.24
每股净资产	2.90	1.63	1.85	2.09
总股数	42.19	84.38	84.38	84.38
ROE	9.0%	12.0%	12.5%	12.2%
营业收入增长		20.0%	10.0%	10.0%
销售毛利率	13.7%	23.4%	25.1%	24.8%
销售利润率	19.5%	30.9%	30.3%	30.2%
净利润率	17.4%	26.9%	28.9%	28.9%

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

5. 估值与投资建议

公司化工主业依托区域资源建立显著成本优势, 16Q1 以来 PVC、烧碱等产品价格大幅上涨驱动主业业绩高增长。随着近期华泰保险股权受让完成, 公司将成为华泰保险第一大股东(持股 22.3%), 华泰作为高度稀缺的保险集团旗下的财险/寿险/保险资管均为盈利能力稳定的优质公司, 且发展空间巨大。假设 17 年完成华泰股权受让, 预计公司 16/17/18 年净利润为 15.6/18.4/20.3 亿元, 对应 EPS 为 0.18/0.22/0.24 元。根据分部估值法公司合理估值为 463.3 亿元, 对应目标价 5.5 元, 当前估值具有较高安全边际。首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

图 50: 各分部估值情况

项目	指标	单位: 亿元
化工主业	净利润 (2017E)	14.5
	PE	25.0
	主业估值	362.5
华泰保险	净资产 (2016E)	138.9
	PB	2.6
	华泰保险估值	361.1
	持股比例(本次受让完成后)	22.3%
	持有华泰保险股权估值	80.5
天弘基金	管理资产规模(剔除货币基金)	248
	P/AUM	0.4
	天弘基金估值	99.2
	持股比例	15.6%
	持有天弘基金股权估值	15.5
乌海银行	净资产(2016E)	31.6
	PB	1.9
	乌海银行估值	59.7
	持股比例	3.99%
	持有乌海银行股权估值	2.4
国都证券	净资产(2016E)	86.4
	PB	3.3
	国都证券估值	285.1
	持股比例	0.8%
	持有国都证券股权估值	2.4
分部估值合计		463.3
对应目标股价		5.5 (元)

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

分部估值: 公司估值可分为五部分: 1) 采用 PE 法为公司化工主业进行估值; 2) 采用 P/AUM 法为天弘基金股权估值; 3) 采用 PB 法为公司持有的国都证券和乌海银行股权估值; 4) 采用 PB 法为华泰保险集团估值。

化工主业: 行业内可比上市公司的 PE 平均值在 25X 左右, 根据我们预测的 2017 年净利润 14.5 亿元 (不包含投资收益), 君正集团化工主业的估值水平在 362.5 亿元。

图 51: 行业内可比公司估值平均水平

代码	证券简称	总市值(亿)	PB	PE
002450.SZ	康得新	629.1	4.2	22.1
002010.SZ	传化智联	605.3	5.4	74.9
300072.SZ	三聚环保	565.3	9.7	24.4
000627.SZ	天茂集团	328.8	2.4	14.8
600309.SH	万华化学	563.9	4.1	14.5
002493.SZ	荣盛石化	380.6	3.2	15.9
000792.SZ	盐湖股份	342.5	1.4	40.7
600352.SH	浙江龙盛	314.6	2.1	9.3
002601.SZ	佰利联	277.6	2.2	24.3
601216.SH	君正集团	378.0	3.9	25.0
	均值	445.3	3.9	26.8

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

华泰保险集团：由于内含价值充分反映了有效保单未来带来的现金流及相应的未来资本占用，寿险公司的主流估值方法是基于内含价值的PEV法。由于华泰保险集团未公开内含价值数据，我们采用PB法，以四家上市保险公司历史及当前估值水平作为参考为华泰保险集团估值。华泰保险集团牌照具有很高稀缺性，同时相比上市公司的市值要小，因此在上市公司估值水平上给予一定的溢价，我们认为华泰保险集团的PB水平应为2.6倍在左右，本次受让后，君正集团持有华泰保险集团22.3%的股权，对应的估值为80.5亿元。

图 52：上市保险公司估值水平

公司名称	2011			2012			2013			2014			2015			2016Q3		
	PB	PE	P/EV	PB	PE	P/EV	PB	PE	P/EV	PB	PE	P/EV	PB	PE	P/EV	PB	PE	P/EV
中国人寿	2.60	27.20	1.70	2.74	54.69	1.79	1.94	17.27	1.25	3.40	29.97	2.12	2.48	24.20	1.43	2.30	49.50	1.08
中国平安	2.08	14.00	1.16	2.25	17.88	1.25	1.81	11.73	1.00	2.29	16.91	1.45	1.97	12.14	1.19	1.71	10.40	1.06
中国太保	2.15	19.87	1.45	2.12	40.16	1.51	1.70	18.13	1.16	2.50	26.49	1.71	1.96	14.72	1.27	1.93	22.00	1.08
新华保险	2.77	31.04	1.77	2.51	30.65	1.58	1.82	16.14	1.11	3.20	24.13	1.81	2.82	18.92	1.58	2.31	29.10	1.13

资料来源：Wind，东吴证券研究所

天弘基金：由于基金的主要盈利方式是管理费和业绩表现费，利润表现与管理资产规模强关联，因此，一般以市值/资产管理规模(P/AUM)描述其估值水平，PE法作为辅助参考。目前天弘基金的权益类管理规模为248亿元左右，九鼎投资、同创伟业等上市公司以及海外上市投资基金公司的P/AUM在0.4倍左右，因此，我们给予天弘基金0.4倍左右的P/AUM水平，对应估值为99.2亿元，君正集团共持有天弘基金15.6%的股权，对应股权价值为15.5亿元。

图 53：上市投资基金估值水平

证券代码	证券简称	AUM	市值	P/AUM	PE
600053.SH	九鼎投资	289.7	190.4	0.7	35.8
832168.OC	中科招商	600	137.52	0.2	7.1
832793.OC	同创伟业	100	85.47	0.9	94.1
0806.HK	惠理*	1092	123.3	0.1	na
BX.N	黑石*	3610	191.3	0.1	21.9
	均值			0.4	39.7

*惠利以HKD为单位，黑石以USD为单位

资料来源：Wind，东吴证券研究所

国都证券：我们预测2016净资产为86.39亿元，由于国都证券新三板挂牌获批，因此参考上市同规模券商以及新三板已挂牌券商的估值，并在基础上给予一定的流动性溢价和小市值一家，国都证券的估值水平在3.0倍左右PB，对应估值在257.7亿元左右，君正集团共持有国都证券0.83%的股权，对应估值为2.3亿元。

图 54: 可比上市券商估值水平

证券代码	证券简称	总资产(亿元)	净资产(亿元)	PB	PE
002797.SZ	第一创业	342.9	93.0	8.8	106.9
601375.SH	中原证券	408.1	88.4	3.4	52.1
000712.SZ	锦龙股份	233.2	72.0	5.7	46.1
600909.SH	华安证券	312.7	68.6	3.5	43.0
832396.OC	开源证券	20.7	19.2	3.1	48.1
832970.OC	东海证券	352.8	81.2	2.4	71.1
430399.OC	湘财证券	254.3	59.2	2.3	32.1
832051.OC	证券传媒	5.8	4.8	2.3	20.6
833868.OC	南京证券	332.7	94.7	2.0	26.7
830899.OC	联讯证券	250.2	51.7	1.2	17.5
835337.OC	华龙证券	258.6	47.0	0.7	18.6
870448.OC	国都证券	314.3	84.1	3.2	43.9

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

乌海银行: 我们预测 2016 净资产为 31.57 亿元, 因此, 根据目前可比上市银行的估值水平 1.9 倍左右 PB, 对应估值在 59.74 亿元左右, 君正集团共持有乌海银行 3.99% 的股权, 对应估值为 2.38 亿元。

图 55: 可比上市券商估值水平

证券代码	证券简称	总资产(亿元)	净资产(亿元)	PB	PE
601128.SH	常熟银行	1255.2	103.6	2.1	19.
002807.SZ	江阴银行	1032.5	88.7	2.0	22.
600908.SH	无锡银行	1193.1	88.2	2.1	20.
002839.SZ	张家港行	875.7	74.6	1.4	16.
603323.SH	吴江银行	778.6	71.4	1.9	22.
	乌海银行	383.1	30.6	1.9	20.

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 化工产品 (PVC、烧碱) 价格回落;
- 2) 持续低利率带来寿险业务利差损;
- 3) 受让华泰保险股权尚需保监会审批。

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

