

日期: 2011 年 1 月 28 日  
行业: 电气设备制造行业



牛品  
021-53519888-1911  
niupin@sigchina.com  
执业证书编号: S0870510120029

内蒙君正 (601216.SH)

证券研究报告/公司研究 / 新股定价

## 完整的产业链带来低成本竞价优势

IPO 询价区间 RMB 27.90~33.48  
上市首日定价 RMB 31.00~37.20

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 120.00  
发行后总股本 (百万股) 640.00  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 国信证券

### 主要股东 (IPO 前)

杜江涛 45.00%  
君正科技 30.16%  
田秀英 15.00%  
凯德伦泰 3.85%  
卢信群 1.21%  
其他自然人股东 4.79%

### 收入结构 (MRQ)

电力 22.61%  
硅铁 18.34%  
电石 0.68%  
PVC 树脂 44.21%  
片碱 1.78%  
液碱 4.34%  
煤 3.31%  
水泥 2.25%

报告编号: NP11-NSP02

### ■ 投资要点:

#### 行业前景

公司所处的 PVC、氯碱、电石、硅铁等行业增长速度比较稳定, 市场集中度不高, 行业竞争主要体现在对成本的控制上。

#### 公司亮点

公司当地及周边富产煤、原盐、石灰石、硅石等资源, 公司是国内少有的具有完整“煤-电-氯碱化工”及“煤-电-特色冶金”一体化产业链的企业, 是内蒙古自治区第二批工业循环经济试点示范企业之一。

#### 募投项目

本次募集资金计划全部用于子公司君正化工旗下的年产 40 万吨 PVC/烧碱项目建设。项目建成后, 公司将新增营业收入 264,610.05 万元, 比 2009 年提高 103.83%; 新增净利润 38,540.73 万元, 比 2009 年提高 150.98%。

#### 业绩预测

预计 2011-2013 年归属于母公司的净利润分别为 79,426.21 万元、106,535.20 万元、132,011.70 万元, 年递增 63.40%、34.13% 和 23.91%, 相应的稀释后每股收益为 1.24 元、1.66 元和 2.06 元。

#### 估值与定价

我们给予公司 2011 年 25.00-30.00 倍市盈率, 公司合理估值区间为 31.00 元-37.20 元。给予公司 10% 的折让, 建议询价区间为 27.90 元-33.48 元, 对应的 2011 年动态市盈率区间为 22.50-27.00 倍。

### ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,800.12	4,110.96	5,415.80	6,705.62
年增长率 (%)	115.70%	46.81%	31.74%	23.82%
归属于母公司的净利润	486.08	794.26	1,065.35	1,320.12
年增长率 (%)	216.45%	63.40%	34.13%	23.91%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.76	1.24	1.66	2.06

注: 有关指标按 IPO 后总股本为 640.00 百万股计算

## ■ 公司概况:

### 1、国内少有的“煤电氯碱化工”一体化循环经济企业

公司（包括子公司）主营产品包括电力、聚氯乙烯树脂（简称“PVC”）、烧碱、电石、硅铁等，地处内蒙古自治区西部的乌海市，当地及周边地区富产发展氯碱化工及硅铁冶炼所需的煤、原盐、石灰石、硅石等资源，公司已建成完整的“煤-电-氯碱化工”及“煤-电-特色冶金”一体化产业链，是内蒙古自治区第二批工业循环经济试点示范企业之一。

### 2、实际控制人为杜江涛先生

公司前身为乌海市海神热电有限责任公司，成立于2003年2月16日。2007年11月16日更名为“乌海市君正能源化工有限责任公司”。2008年6月30日整体变更设立股份有限公司。

公司控股股东为杜江涛先生，其直接持有及通过其近亲属间接控制发行人合计75.15%的股份，为公司实际控制人。

## ■ 行业背景及公司竞争地位

### 1、发行人的行业分类及简况

#### 1) 行业分类

从产业链的角度分类，公司主要产品PVC、烧碱与电石属于氯碱产业链上、下游产品；从细分行业的角度分类，涉及氯碱行业和电石行业。公司硅铁产品属于铁合金冶炼行业中的硅铁行业。

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》分类，公司主要产品PVC及烧碱属于化学工业中的氯碱行业。行业的宏观主管部门是国家发展与改革委员会，中国氯碱工业协会是行业内企业的自律组织。

电石行业的宏观主管部门是国家发展与改革委员会，中国电石工业协会为行业内企业的自律组织。

硅铁行业的宏观主管部门是国家发展与改革委员会，中国铁合金工业协会为行业内自律组织。

#### 2) PVC和烧碱应用领域广泛，对国民经济有较大影响

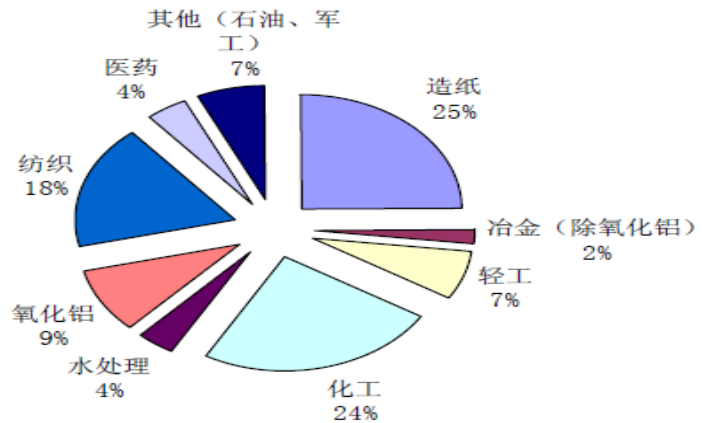
PVC是世界五大通用材料之一，全球总产量仅次于聚乙烯而居塑料产量第二位。PVC因其优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性、质轻、强度高且易于加工的优点，被广泛应用于工业、农业、建筑、电子、医疗、汽车等领域，成为应用领域最广的塑料品种，在国

民经济中占据重要地位。

根据中国氯碱工业协会统计，目前国内建筑业消费量已占 PVC 挤出产品的 70% 以上，建筑业的发展需要大量塑料建材、管材、片材，取代传统的木材、金属和水泥等，以节约能源，保护环境，是我国 PVC 产品下游最主要的消费行业。

烧碱(NaOH)是一种重要的基础化工原料，从形态上可分为液碱和片碱(也称固碱) 两种, 而从氢氧化钠质量分数上又可分为各种浓度的液碱和片碱。烧碱下游应用领域较为广泛，除化学用途外，主要用于造纸、氧化铝、纺织等行业。截止 2008 年末，我国烧碱产品下游消费结构如图 1:

图 1 我国烧碱产品下游消费结构



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

### 3) 电石是电石法生产 PVC 的主要材料

电石是重要的基本化工材料，化学名称为碳化钙( $\text{CaC}_2$ )，电石有化工“基石”之称。以其为原料可以合成一系列有机化合物，广泛应用于有机合成领域，电石是电石法生产 PVC 的主要原料。

### 4) 硅铁主要用于钢铁铸造及其他化工行业

硅铁是以焦炭(兰炭)、钢屑和硅石为原料，用电炉冶炼而成。其主要用途是炼钢的脱氧剂和合金剂、铸铁的孕育剂和球化剂，在我国，90% 以上的硅铁都用在了钢铁铸造过程中。此外，还广泛应用于金属镁和化工等行业。

## 2、行业增长前景

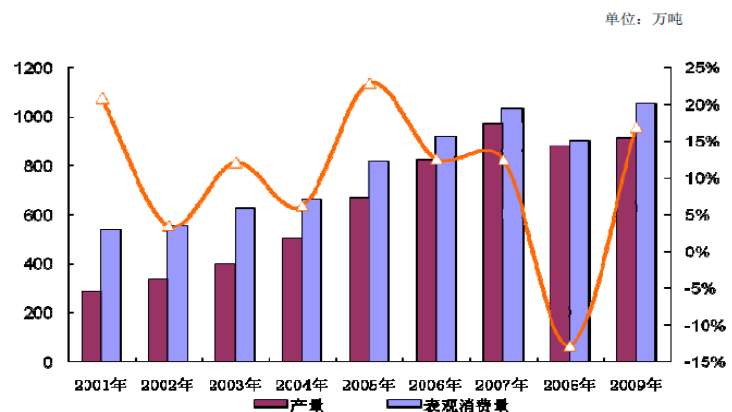
### 1) PVC 行业保持高速发展态势

产能持续增加。近十年来全球聚氯乙烯树脂产能年复合增长率达 4.6%，1992 年世界 PVC 产能为 2,200 万吨，2002 年 PVC 产能达到

3,400 万吨，2005 年世界 PVC 产能上升到 3,900 万吨，预计到 2010 年世界 PVC 产能约为 4,300 万吨。我国 PVC 产量从 2001 年的 287 万吨上升到 2009 年的 916 万吨，保持稳定增长的态势，现在已经是世界第一 PVC 生产大国。

需求增长旺盛。全球 PVC 消费集中于亚太、北美和西欧地区。亚太地区消费主要集中在中国大陆、印度和日本。以我国来看，1995 年到 2002 年，我国 PVC 表观消费量由 187 万吨升至 557.5 万吨，年均增长率 22.2%，成为全球 PVC 消费增长最快的国家。2003 年~2007 年以来，我国国内生产总值（GDP）保持了 10% 以上的年增长率，PVC 下游主要消费领域建筑行业更是连续五年保持了 15% 以上的高增速，促进了 PVC 需求的增加。2009 年，国内 PVC 表观消费量超过 1,054.9 万吨，已是全球最大的消费市场。

图 2 2001-2009 年国内 PVC 市场供需状况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

出口保持稳步增长。2003 年以前，国内聚氯乙烯产量较少，自给率较低，以进口为主。随着 2003 年我国开始对原产美国、俄罗斯、台湾、韩国、日本的聚氯乙烯实施反倾销，国内聚氯乙烯行业迅速发展起来，出口也从无到有，逐渐增加。同时由于 2003 起国际油价逐年上涨，我国电石法 PVC 的成本优势和质量逐步提高，国产 PVC 在国际市场竞争力逐步增强，产品出口保持稳步增长。

未来仍将保持较快增长，产能向西北部集中。“十一五”期间，国内城镇化建设的全面铺开、西部大开发及新农村建设等都将拉动 PVC 需求的快速增长。未来几年国际聚氯乙烯需求将以年 4.1% 的比率增长，而中国将成为聚氯乙烯供需的主要国家，未来几年表观消费增速将在 10%~15% 左右。

凭借当地丰富的煤、原盐、电、石灰等资源以及相对廉价的人工成本，西北企业将建设“煤炭-电力-电石-PVC”的完整产业链，以“相

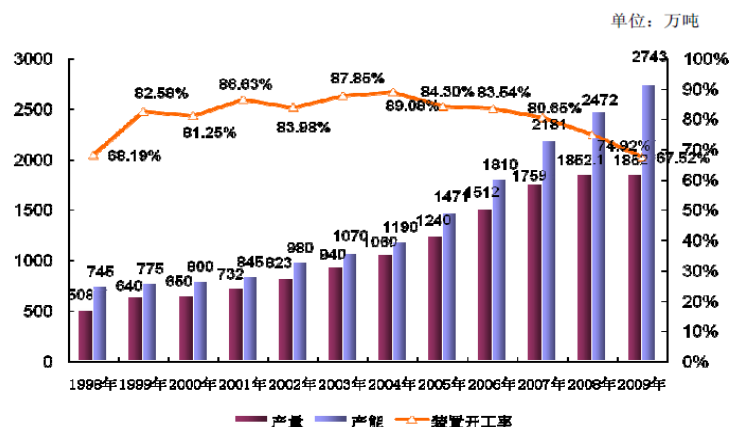
对低成本搬运煤炭”的方式获得超额利润。中国聚氯乙烯行业发展将形成以西部内蒙、新疆等省份为主要生产基地，华东、华南地区为主要消费地区的产业格局。

## 2) 烧碱行业发展迅速，供需均稳步增长

在氯碱平衡的约束下，我国 PVC 产量高速增长带动烧碱产能和产量大幅度提高。2009 年国内烧碱产量 1,852 万吨，居世界首位。全球烧碱消费集中于亚洲、北美和西欧，其中，亚洲是烧碱消费增长率最快的区域，年增长率超过 4.3%。截止 2007 年末，中国烧碱消费已占全球消费总量的 24%，与北美地区并列成为全球最大的烧碱消费市场。

我国烧碱表观消费量快速增长，近五年平均增速达到 10.66%，2009 年表观消费量达到 1,741.7 万吨，下游主要消费领域均保持了高速增长。未来几年在下游造纸、纺织、化工、医药、氧化铝、电力、石油等行业需求稳定增长带动下，国内烧碱需求仍将保持稳步增长。

图 3 1998-2009 年国内烧碱市场供需状况

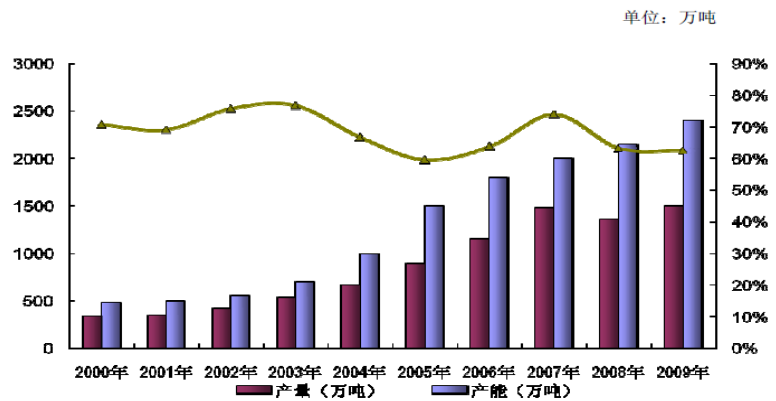


资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 3) 受下游 PVC 行业拉动，电石行业持续发展

2009 年我国电石产能 2,400 万吨，产量 1,503 万吨，是全球最大的电石生产国和消费国。2000 年~2003 年国内电石产量增加较为平稳，电石行业基本处于平稳发展期。2004 年~2006 年电石行业产能迎来高速扩张期。电石最大的消费下游是电石法 PVC，我国“富煤少油”的能源结构决定了电石行业是我国经济发展不可或缺的组成部分，电石将在保障 PVC 等下游产业的持续发展中发挥不可替代的作用。从行业整体状况来看，产能规模化、装备自动化，生产集约化将成为电石行业的发展趋势。

图 4 2000-2009 年国内电石市场供需状况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

#### 4) 受下游钢铁行业发展的带动，硅铁行业将持续发展

截止 2008 年底，全球硅铁产量达 900 万吨，需求量 956 万吨，中国是全球最大的硅铁市场，根据中国铁合金工业协会统计，2007 年，国内硅铁产量 470 万吨，约占全球硅铁总产量的 53%。钢铁行业是硅铁行业最主要的消费下游，英国 CRU 国际分析公司预计，在 2005~2010 年间，世界粗钢平均增长速度为 4.30%。国内城镇化、新农村建设、灾后重建以及大规模的基础建设投资将继续推动钢铁行业的发展，带动硅铁行业发展。

### 3、行业竞争结构

#### 1) PVC 行业竞争格局

国际市场上，少数企业占据较大份额。在全球市场上，PVC 生产与开发能力较强的企业主要有：日本信越(ShinEtsu)、台塑集团(FPC)、美国 OXYCHEM 公司、韩国 LG 等少数巨头，它们凭借领先的综合研发和规模优势占据了国际 PVC 市场的大部分份额。根据 Cmwin 化工网统计，前十大 PVC 生产企业的产能超过全球产能的 40%。

国内市场上，集中度不高，竞争模式从价格竞争向综合竞争模式转变。PVC 市场基本属于完全竞争市场，产品差异较小，行业集中度不高。根据中国氯碱工业协会统计，截至 2009 年末，我国 PVC 生产企业已经超过 100 家，产能位列全国前十位企业的总生产能力接近全国总产能的三分之一，但与聚氯乙烯强国相比，我国聚氯乙烯树脂行业领先企业的产能依然较低，行业集中度有待进一步提高。

PVC 产品属于大宗化工基础原料，产品质量和性能差异较小，产品的竞争能力主要体现在生产成本的高低。获取更为廉价的原料，降低生产成本成为过去几年行业内企业竞争的焦点。随着国家政策的变化，未来氯碱行业传统价格竞争模式必然会向企业综合竞争模式转



变。同时具备原料优势、成本优势、技术优势、资金优势、管理优势的企业，并发展为“煤－电－电石－PVC－其他衍生产品”产业链一体化的大型综合企业，将在未来的竞争中处于有利地位。

## 2) 烧碱行业竞争格局

国际市场上，集中度进一步提升。根据中国石油和化学工业协会的统计，全球目前共有 500 多家氯碱企业，其中近半数在亚洲，且规模普遍偏小。除亚洲外，全球氯碱生产主要集中于若干大型跨国公司，其中 11 家最大氯碱企业烧碱产能占世界总产能的 37.4%。陶氏化学、西方化学、PPG 工业、奥林和台塑 5 家烧碱公司占美国总产能的 79%，苏威、英力士氯业和拜耳等 10 家公司的烧碱产能占西欧总产能的 77%。预计今后一段时间，随着市场需求增速的放缓和老装置的淘汰，欧、美、日等发达地区氯碱产业发展方向将是总产能下降，但行业集中度会进一步提高。

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

## 3) 电石行业竞争格局

我国电石生产企业众多，规模普遍不大，产业集中度较低。2007 年，全国电石产量为 1,482 万吨，从事电石生产的企业有 426 家，平均产量 3.48 万吨。近几年来，随着国家产业调控政策的实施和行业准入标准的施行，电石行业过度竞争的局面得到了一定的改善，产能逐步向具备成本、规模优势的企业集中。电石产品属于大宗化工基础原料，产品质量和性能差异较小，近年来国内市场一直供大于求，因此，电石产品的竞争主要体现在成本和对下游渠道的开发两方面。

## 4) 硅铁行业竞争格局

国内硅铁冶炼企业众多，但年产 10 万吨以上的大型企业较少，行业集中度较低。由于产品差异不大，因此硅铁生产企业之间的竞争主要体现在成本控制方面。通过向上游煤、电领域延伸产业链，解决了资源和能源供应瓶颈的企业，将受益于低成本而在竞争中占据优势。

#### 4、公司市场地位

##### 1) 公司在各行业内市场占有率稳步上升

公司的主营产品包括电力、电石、硅铁、PVC、烧碱等。报告期内，凭借成本和质量优势，公司各主营产品的市场占有率稳步上升。其中，电石和硅铁产品市场份额上升较快，一方面是因为报告期内公司产能逐步扩张；另一方面是随着国家加大对落后产能的淘汰力度，不符合产业政策的落后产能逐步退出市场，以公司为代表的优势企业市场占有率随之上升。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。

本次募投项目完全达产后，公司 PVC、烧碱产能、产量将大幅提升，凭借良好的品质和成本优势，公司氯碱产品的市场占有率也将进一步提升。

表 1 报告期公司市场占有率变化情况

项目	2007 年	2008 年	2009 年
PVC	0.54%	0.55%	0.61%
烧碱	0.23%	0.20%	0.23%
电石	1.07%	1.84%	1.64%
硅铁	2.84%	3.69%	6.07%

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

#### ■ 募集资金投向

本次募集资金计划全部用于子公司君正化工旗下的年产 40 万吨 PVC/烧碱项目建设。项目建成后，公司将新增营业收入 264,610.05 万元，比 2009 年提高 103.83%；新增净利润 38,540.73 万元，比 2009 年提高 150.98%。

表 2 公司募集资金项目计划概况

项目名称	项目总投资 (万元)	新增产能 (吨)		新增营业收入 (万元/年)	新增利润总额 (万元/年)
40万吨PVC/烧碱项目	197,988.05	PVC	400,000.00	264,610.05	38,540.73
		烧碱	280,000.00		

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

2007 年度至 2010 年前三季度，公司电石法 PVC 的产销率分别为 95.76%、104.44%、99.92%、96.38%，产能利用率分别为 95.83%、87.98%和 100.97%、81.76%，高于行业平均水平。公司现有的 PVC 产能，已严重制约了公司的持续发展，建设新装置、扩大生产能力的任务迫在眉睫。

资源优势 and 一体化优势使公司电石法 PVC 生产成本远低于行业



平均水平，PVC 毛利率高于可比上市公司平均水平。目前 PVC 行业外购电石企业的平均生产成本在 5,500 元/吨以上，2008 年、2009 年、2010 年 1-9 月公司 PVC 生产成本分别为 5,380.82 元/吨、4,917.32 元/吨、4,686.12 元/吨，不仅低于行业平均水平，而且逐年（期）下降。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-9 月，公司 PVC 产品毛利率分别为 13.61%、10.75%、5.21%和 22.88%，高于可比上市公司平均水平。

截至 2010 年 9 月末，公司本次募集资金投资项目已部分达产，新增 PVC 产能 26.5 万吨，液碱产能 18.5 万吨。募集资金投资项目使用了更为先进的生产设备，且规模效益的存在将使单位生产成本进一步下降，公司产品的成本优势得到强化，随着产能逐步释放，公司将不断满足现有和新增的市场需求，公司产品的市场占有率将逐步上升。

## ■ 公司业务简况及收入利润结构变化

公司主营产品包括电力、电石、硅铁、PVC、片碱、液碱等，公司 2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.29%、98.98%、99.66%和 91.96%，公司主营业务突出。

表 3 公司细分产品销售情况 单位：万元

产品	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
电力	84,722.39	22.61%	62,119.25	31.68%	63,232.31	27.27%	53,174.54	30.95%
硅铁	68,751.84	18.34%	54,430.02	27.76%	59,901.61	25.84%	42,170.47	24.54%
电石	2,562.86	0.68%	31,486.48	16.06%	56,459.67	24.35%	33,716.97	19.62%
PVC树脂	165,680.61	44.21%	35,789.40	18.25%	41,212.37	17.78%	35,611.60	20.73%
片碱	6,652.96	1.78%	6,136.75	3.13%	5,670.17	2.45%	4,749.73	2.76%
液碱	16,269.28	4.34%	761.80	0.39%	1,374.73	0.59%	1,851.84	1.08%
煤	12,407.33	3.31%	-	-	-	-	-	-
水泥（熟料）	8,440.06	2.25%	-	-	-	-	-	-
其他	9,284.31	2.48%	5,380.35	2.74%	3,996.28	1.72%	535.16	0.31%
小计	374,771.65	100.00%	196,104.06	100.00%	231,847.14	100.00%	171,810.30	100.00%
合并抵销	96,078.56	-	66,733.98	-	73,353.29	-	62,312.16	-
合计	278,693.08	-	129,370.08	-	158,493.85	-	109,498.14	-

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

表 4 公司细分产品产能和销量情况

年度	设计产能	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
PVC	产能（吨）	320,000.00	55,000.00	55,000.00	55,000.00

液碱	产量 (吨)	267,344.83	55,534.53	48,387.83	52,704.10
	产能利用率	83.55%	100.97%	87.98%	95.83%
	产能 (吨)	240,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
	产量 (吨)	184,515.42	42,201.28	37,595.94	40,811.03
	产能利用率	76.88%	105.50%	93.99%	102.03%
	产能 (吨)	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
片碱	产量 (吨)	33,320.13	34,781.63	25,982.08	25,555.33
	产能利用率	111.07%	117.48%	86.61%	85.18%
	产能 (吨)	260,000.00	260,000.00	260,000.00	180,000.00
电石	产量 (吨)	298,794.99	247,193.16	249,710.15	157,975.94
	产能利用率	114.92%	95.07%	96.04%	87.76%
	产能 (吨)	100,000.00	100,000.00	100,000.00	82,500.00
硅铁	产量 (吨)	112,681.73	111,178.62	102,331.71	83,810.98
	产能利用率	112.68%	111.17%	102.33%	101.59%
	产能 (吨)	210,000.00	210,000.00	210,000.00	210,000.00
电力	产量 (吨)	214,546.50	210,680.82	199,750.32	211,226.40
	产能利用率	102.17%	100.32%	95.12%	100.58%
	产能 (吨)	750,000.00	-	-	-
水泥	产量 (吨)	505,779.00	-	-	-
	产能利用率	67.44%	-	-	-

资料来源：公司招股意向书

## ■ 财务状况和盈利预测

### 1、公司主业增长较快，但受金融危机影响明显

2007 年度、2008 年度、2009 年度、2010 年公司主营业务收入分别为 109,498.14 万元、158,493.85 万元、129,370.08 万元和 280,012.13 万元。2008 -2010 年度主营业务收入分别同比增长 44.75%、-18.38%、115.70%。

2008 年度，由于我国经济快速发展所带来的对大宗原材料的需求持续上升，公司销售产品价格较上年增长明显；同时，公司主营产品中电石、硅铁的产能扩张，其中电石的产能由 18 万吨/年增加至 26 万吨/年、硅铁的产能由 8.25 万吨/年增加到 10 万吨/年。销售均价上涨和产能扩张使得公司营业收入较上年增长 45.20%。

2009 年度，受金融危机的持续影响，公司产品的市场需求在 2009 年 1、2 季度出现下滑，使得公司全年产品平均销售价格相应下降，公司主营业务收入较 2008 年下降明显。

2010 年，得益于水泥项目的新投产和募投项目已部分建成并投入生产，公司主营业务收入增加明显。

## 2、综合毛利率有所波动

报告期内，公司主营业务综合毛利率分别为 33.45%、27.52%、25.22%、29.60%，总体呈下降又上升趋势。2008 年四季度，公司所处行业受金融危机影响出现较大波动，公司主要外销产品 PVC、硅铁、电石价格和毛利率出现一定幅度下滑，进而导致公司产业链综合毛利率下降。2009 年 2 月以来，随着国家一系列积极宏观调控措施和产业调整振兴规划的实施，宏观经济逐渐回暖，公司各主营产品价格和毛利率逐步回升，产业链综合毛利率亦得以恢复。2009 年 6 月至今，公司产业链综合毛利率始终处于较稳定状态，特别是 2010 年以来，随着公司年产 40 万吨 PVC/烧碱项目、水泥项目的部分投产，以及白音乌素灭火工程项目的实施，公司产业链进一步完善，综合毛利率逐步提高且日趋稳定。

表 5 公司细分行业毛利率情况 单位: %

产品	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
电力	42.71%	51.78%	47.66%	51.48%
PVC	22.88%	5.21%	10.75%	13.61%
硅铁	9.66%	-0.47%	13.84%	5.03%
电石	0.05%	-5.40%	-3.09%	5.36%
片碱	-14.50%	-2.59%	18.52%	17.67%
液碱	-35.62%	-11.57%	6.40%	19.75%
水泥（熟料）	29.44%	-	-	-
产业链综合毛利率	29.60%	25.22%	27.52%	33.45%

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 3、期间费用控制良好，期间费用率稳定

2007-2010 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 16.52%、14.91%、16.42%和 15.64%，期间费用始终控制在 15%左右，公司费用控制情况良好，期间费用不存在重大变化。

表 6 公司期间费用增长情况 单位：万元

项目	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年度	
	金额	费用率	金额	费用率	金额	费用率	金额	费用率
销售费用	12,991.76	4.64%	4,649.50	3.58%	4,678.08	2.92%	3,574.54	3.33%
管理费用	16,134.92	5.76%	9,251.53	7.13%	10,600.78	6.62%	5,637.37	5.11%
财务费用	14,672.37	5.24%	7,409.90	5.71%	8,592.45	5.37%	8,915.33	8.08%
期间费用合计	43,799.05	15.64%	21,310.93	16.42%	23,871.31	14.91%	18,127.24	16.52%

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 4、应收账款周转率维持稳定，存货周转率情况良好

报告期内，除 2009 年受国际金融危机的持续影响而大幅下降外，公司应收账款周转率基本维持稳定。公司存货周转率也基本稳定。经过多年的发展，公司已建立了适应自身生产经营特点和市场状况的产、供、销和财务管理制度，并得到良好的执行，具有稳定的资产周

转能力、资产管理效率。

与同行业内上市公司相比，公司应收账款周转率低于行业平均水平，偏离值在缩小且应收账款周转率绝对数值不低，应收账款周转率仍属正常，公司存货周转率与行业平均水平相近，周转情况良好。

表 7 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	应收账款周转率				存货周转率			
	2010 年 Q3	2009 年	2008 年	2007 年	2010Q3	2009 年	2008 年	2007 年
英利特	22.46	58.95	72.69	49.57	5.72	6.88	8.82	8.50
氯碱化工	21.04	29.66	25.40	23.44	10.68	11.38	11.24	10.45
亚星化学	7.94	12.35	15.66	12.26	9.61	9.17	11.22	15.28
金路集团	105.42	147.51	114.07	62.46	4.33	3.99	3.87	4.83
*ST南化	21.40	33.38	26.21	22.08	13.61	12.16	10.64	12.92
中泰化学	39.70	94.30	98.95	69.45	14.08	20.91	22.10	17.68
新疆天业	10.23	9.36	8.45	9.33	1.68	2.53	2.98	3.32
鄂尔多斯	5.11	6.64	9.21	9.90	1.70	2.08	1.97	1.40
平均值	<b>29.16</b>	<b>49.02</b>	<b>46.33</b>	<b>32.31</b>	<b>7.68</b>	<b>8.64</b>	<b>9.11</b>	<b>9.30</b>
内蒙君正	<b>25.21</b>	<b>15.19</b>	<b>24.09</b>	<b>26.60</b>	<b>9.41</b>	<b>8.51</b>	<b>9.48</b>	<b>7.71</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 5、资产负债率高，流动比率较高

报告期内，资产负债率一直处于 70% 左右水平，这一方面时由行业特性决定的，另一方面，公司为增加生产能力，开工建设 40 万吨 PVC/烧碱项目，资产负债率略高于行业平均水平。为降低财务风险，公司降低了流动负债比例，因而短期偿债指标各期均高于行业平均水平。

表 8 同行业上市公司偿债能力比较 单位：% 倍

公司简称	资产负债率				流动比率			
	2010 年 Q3	2009 年	2008 年	2007 年	2010 年 Q3	2009 年	2008 年	2007 年
英利特	78.03	75.82	80.68	80.92	0.27	0.21	0.34	0.27
氯碱化工	57.85	58.82	59.24	56.17	0.47	0.34	0.79	0.79
亚星化学	72.61	69.57	61.86	56.91	0.65	0.62	0.74	0.82
金路集团	55.53	58.93	57.88	55.26	0.74	0.74	0.69	0.73
*ST南化	70.84	65.40	63.94	54.37	0.29	0.46	0.71	0.40
中泰化学	30.56	65.45	47.42	42.94	0.84	0.46	0.47	1.23
新疆天业	55.76	55.55	61.03	63.68	1.01	0.93	0.96	0.94
鄂尔多斯	68.58	66.66	61.78	60.49	1.14	0.89	0.85	1.00
平均值	<b>61.22</b>	<b>64.53</b>	<b>61.73</b>	<b>58.84</b>	<b>0.67</b>	<b>0.58</b>	<b>0.69</b>	<b>0.77</b>
内蒙君正	<b>70.83</b>	<b>72.96</b>	<b>69.92</b>	<b>71.71</b>	<b>3.33</b>	<b>3.29</b>	<b>3.43</b>	<b>3.34</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 风险因素

### 1、宏观经济及行业周期造成的风险

公司主要产品电石法 PVC、烧碱、电石、硅铁系基础性材料，产品需求受宏观经济波动影响较大。。2008 年四季度，受全球金融危机影响，国内经济增速下滑，宏观经济出现异常波动，相应造成 PVC、烧碱、电石、硅铁等行业需求波动，从对公司业绩实现产生较大影响。尽管公司具备明显的竞争优势和有利的发展条件，但如果未来宏观经济环境出现异常变化，仍有可能导致相关行业需求出现波动，从而对公司的产能利用率及业绩增长造成一定影响。

## 2、税收政策风险

公司及其子公司在报告期内享受到多项税收优惠政策，从目前看，国家对资源综合利用、西部大开发以及高新技术企业的扶持政策在短期内不会改变，因此公司在相当长时间内仍可持续获得相应税收优惠支持。当然如果未来国家对上述事项扶持政策发生重大调整，则公司所享受税收优惠可能发生变化，进而公司未来净利润水平将受到影响。

## 3、政府政策性补助的风险

公司 2008 年度、2009 年度、2010 年 1-9 月的非经常性损益分别为 3,238.92 万元、2,795.10 万元、2,091.29 万元，占当期净利润的比例分别为 15.39%和 18.20%、10.17%，主要为政府补助，尽管目前政府对化工行业特别是节能环保方面支持力度较大，但是如果未来国家对节能环保方面的扶持政策进行调整，公司非经常性损益将受到一定影响。

## ■ 业绩预测

公司募投项目已开工建设，2010 年 9 月 PVC 项目新增产能 26 万吨、液碱项目新增产能 18.5 万吨，我们预计募投项目 2011 年达到设计产能。

公司电石、电力主要是为 PVC 等产品配套，有剩余的向外销售。由于 2010 年 9 月份 PVC、液碱项目部分达产，导致电石外销部分大幅下降，电力、电石全部供应公司内部。因此，我们预计未来几年电石、电力外销为零。

我们预计公司的 PVC、液碱产品价格与煤炭价格走势相当，毛利率会由于规模扩张而出现上涨。

由于产能的原因，我们预计公司片碱、硅铁行业稳定发展。而水泥行业由于是新增行业，增长将较快。

预计公司未来几年利润将较快增长，预计 2011-2013 年归母公

司的净利润分别为 79,426.21 万元、106,535.20 万元、132,011.70 万元，年递增 63.40%、34.13%和 23.91%，相应的稀释后每股收益为 1.24 元、1.66 元和 2.06 元。

表 9 公司未来几年收入、利润结构预测

指 标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>PVC</b>						
销量（吨）	50,534.98	55,487.84	261,977.78	340,571.11	442,742.45	575,565.18
增长率	0.13%	9.80%	372.14%	30.00%	30.00%	30.00%
单价（元/吨）	6,171.34	5,288.24	6,324.22	6,640.43	6,972.45	7,321.08
营业收入(万元)	31,186.85	29,343.30	165,680.51	226,153.90	308,700.07	421,375.60
毛利率	21.96%	19.22%	31.78%	33.00%	34.00%	35.00%
<b>液碱</b>						
销量（吨）	50,534.98	55,487.84	179,569.63	143,655.70	186,752.42	280,128.62
增长率	0.13%	9.80%	2561.64%	-20.00%	30.00%	50.00%
单价（元/吨）	6,171.34	5,288.24	906.02	900.00	900.00	900.00
营业收入(万元)	31,186.85	29,343.30	16,269.37	12,929.01	16,807.72	25,211.58
毛利率	21.96%	19.22%	21.12%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>片碱</b>						
销量（吨）	26,127.28	34,993.45	45,635.29	46,548.00	47,478.96	48,428.53
增长率	4.66%	33.93%	30.41%	2.00%	2.00%	2.00%
单价（元/吨）	2,170.22	1,746.74	1,457.85	1,500.00	1,500.00	1,500.00
营业收入(万元)	5,670.19	6,112.45	4,900.00	6,982.20	7,121.84	7,264.28
毛利率	17.35%	-2.55%	-15.64%	-5.00%	5.00%	5.00%
<b>电石</b>						
销量（吨）	183,957.16	138,798.37	10,270.16			
增长率	134.49%	-24.55%	-94.38%			
单价（元/吨）	2,701.61	2,234.61	2,495.44			
营业收入(万元)	49,698.05	31,016.02	2,562.86			
毛利率	18.83%	15.63%	26.44%			
<b>硅铁</b>						
销量（吨）	97,314.97	114,503.65	113,948.88	119,646.32	125,628.64	131,910.07
增长率	18.94%	17.66%	-5.53%	5.00%	5.00%	5.00%
单价（元/吨）	6,093.53	4,753.56	6,033.57	6,000.00	6,000.00	6,000.00
营业收入(万元)	59,299.17	54,430.00	68,751.85	71,787.79	75,377.18	79,146.04
毛利率	38.17%	32.77%	39.07%	39.00%	39.00%	39.00%
<b>电力</b>						
销量（万千瓦时）	36,736.25	31,912.34	2,690.53			
增长率	-48.43%	-13.13%	-91.57%			
单价（元/千瓦时）	0.23	0.23	0.24			
营业收入(万元)	8,475.05	7,291.97	655.14			
毛利率	32.95%	35.90%	33.24%			
<b>水泥</b>						



销量(吨)			385,675.76	501,378.49	651,792.03	782,150.44
增长率				30.00%	30.00%	20.00%
单价(元/吨)			218.84	220.00	220.00	220.00
营业收入(万元)			8,440.13	11,030.33	14,339.42	17,207.31
毛利率			40.22%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>煤炭</b>						
销量(万吨)				200.00	300.00	300.00
增长率				#DIV/0!	50.00%	0.00%
单价(元/吨)				360.00	360.00	360
营业收入(万元)				72,000.00	108,000.00	108,000.00
毛利率				40.00%	40.00%	40.00%
<b>其他</b>						
营业收入(万元)	3,996.28	5,380.35	9,284.31	10,212.74	11,234.02	12,357.42
增长率	646.74%	34.63%	72.56%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	33.48%	31.51%	37.38%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>合计</b>						
主营收入(万元)	159,700.33	134,335.89	276,544.17	411,095.97	541,580.26	670,562.22
主营业务增长率	45.20%	-18.93%	105.82%	48.65%	31.74%	23.82%
主营业务毛利率	27.60%	24.11%	32.52%	34.46%	35.26%	35.52%

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

## ■ 估值基准与定价

### 合理估值为 31.00~37.20 元

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值, 国内同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 51.47 倍(剔除个别估值异常股票), 2010 年和 2011 年平均动态市盈率为 32.34 倍和 22.16 倍。从近期上市的上海 A 股股票看, 2009 年平均市盈率为 60.04 倍、2010 年和 2011 年平均动态市盈率分别为 43.34 倍和 32.73 倍, 与发行价相比平均涨幅为 4.05%。

公司传统产品主要集中于中低端市场, 市场集中度不高, 竞争也相对激烈。我们认为, 公司最主要的优势是完整产业链所带来的成本优势。公司募投项目达产后, PVC 和烧碱产能大幅上升、毛利率有望提高。

参考同类公司及最近上市上海 A 股公司的估值情况, 我们给予公司 2011 年 25.00-30.00 倍市盈率, 公司合理估值区间为 31.00 元-37.20 元。

### 报价区间为 22.50~27.00 元

从最近在上海证券交易所上市的 10 只 A 股股票运行情况看, 至 1 月 26 日止平均溢价为 4.05%, 即发行价相当于最新市场价平均折

扣率为 3.89%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们给予公司 10% 的折让，建议询价区间为 27.90 元-33.48 元，对应的 2011 年动态市盈率区间为 22.50-27.00 倍。

附表 1 内蒙君正盈利预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,298.16	2,800.12	4,110.96	5,415.80	6,705.62
营业总成本	1,197.73	2,354.78	3,309.70	4,338.65	5,370.75
营业成本	970.73	1,887.72	2,694.45	3,506.40	4,324.00
营业税金及附加	14.02	28.78	41.93	55.24	68.40
销售费用	46.49	129.92	189.10	249.13	308.46
管理费用	92.52	161.35	238.44	314.12	388.93
财务费用	74.10	146.72	145.37	213.22	280.29
资产减值损失	-0.13	0.30	0.41	0.54	0.67
投资净收益	4.98	-1.21	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.42	444.13	801.26	1,077.16	1,334.87
营业外收入	71.50	73.83	102.77	135.40	167.64
营业外支出	1.17	1.44	1.64	2.17	2.68
利润总额	175.75	516.52	902.39	1,210.39	1,499.83
减: 所得税	22.19	30.53	108.29	145.25	179.98
净利润	153.56	485.98	794.10	1,065.14	1,319.85
减: 少数股东损益	-0.05	-0.10	-0.16	-0.21	-0.26
归属于母公司所有者的净利润	153.60	486.08	794.26	1,065.35	1,320.12
总股本	640.00	640.00	640.00	640.00	640.00
摊薄 EPS (元)	0.24	0.76	1.24	1.66	2.06

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

附表 2 同行业上市公司估值比较 (2011-1-26)

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
000635.SZ	英利特	13.95	0.32	0.80	1.02	1.27	43.59	17.44	13.68	10.98
002092.SZ	中泰化学	12.16	0.19	0.24	0.50	0.78	64.00	50.67	24.32	15.59
600075.SH	新疆天业	11.62	0.02	0.30	0.35	0.38	581.00	38.73	33.20	30.58
600295.SH	鄂尔多斯	17.79	0.38	0.79	1.02	1.28	46.82	22.52	17.44	13.90
国内同行业整体平均							51.47	32.34	22.16	17.76

数据来源: WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

附表 3 最近上市公司股票的定价

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)				上市至今涨幅 (%)
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
601700	风范股份	27.97	0.60	0.75	0.98	1.26	46.56	37.41	28.49	22.29	-20.09
601126	四方股份	23.03	0.32	0.39	0.55	0.77	72.60	59.23	41.53	29.72	0.13
601558	华锐风电	72.54	1.88	2.81	3.63	4.50	38.52	25.78	19.97	16.13	-19.40
601118	海南橡胶	10.46	0.07	0.16	0.21	0.26	143.88	65.42	50.31	40.64	74.62
601890	亚星锚链	19.72	0.52	0.57	0.72	0.87	37.83	34.80	27.50	22.76	-12.36
601933	永辉超市	27.71	0.33	0.39	0.58	0.83	83.67	71.92	47.40	33.32	15.55
601880	大连港	3.93	0.13	0.18	0.20	0.22	29.82	22.03	19.41	17.48	3.42
601777	力帆股份	13.11	0.32	0.44	0.55	0.69	40.90	29.59	23.84	19.11	-9.59
600998	九州通	13.83	0.21	0.26	0.35	0.45	65.95	53.27	39.90	30.97	6.38
601098	中南传媒	10.85	0.27	0.32	0.38	0.44	40.64	33.92	28.92	24.65	1.78
平均值							<b>60.04</b>	<b>43.34</b>	<b>32.73</b>	<b>25.71</b>	<b>4.05</b>

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。