

内蒙君正 (601216.SH) 化学原料行业

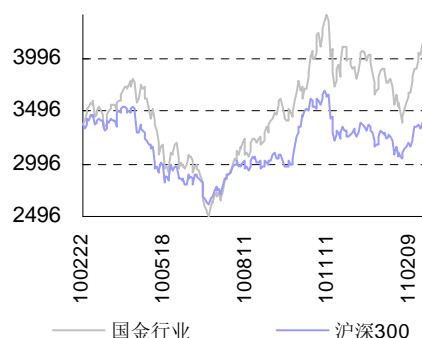
新股研究

目标价格(人民币): 25.98-29.88 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	25.00
发行A股数量(百万股)	120.00
总股本(百万股)	640.00
国金化学原料指数	4033.60
沪深300指数	3257.91
上证指数	2932.25



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.240	0.760	1.299	1.758	2.335
每股净资产(元)	1.98	2.92	8.34	10.00	12.34
每股经营性现金流(元)	0.19	0.51	2.30	2.64	3.04
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.25	14.22	10.71
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-27.03%	216.45%	70.98%	35.37%	32.82%
净资产收益率(%)	14.92%	32.06%	15.56%	17.57%	18.92%
总股本(百万股)	520.00	520.00	640.00	640.00	640.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 2010 年全国 PVC 产能约 2,200 万吨, 产量 1462.3 万吨, 表观消费量 1558.6 万吨, 其中 70% 与房地产相关。在房地产政策影响下, 我们保守预计未来 2-3 年需求增长在 10%, 而产能方面仍有 800-900 万吨的新(扩)建计划, 预计产能过剩在 30% 左右。
- 电石法(其中电石成本占 70%)与乙烯法为生产 PVC 的两种方法, 在油价大幅走高的背景下, 电石法成本优势明显。我们测算若完全外购原料, 电石法成本在 7,000 元附近(按全国平均工业电价 0.56 元)。乙烯法在 8,000 元/吨左右(按油价 90 美元/桶的背景, 乙烯价格在 1,200 美元/吨以上)。尤其是我国中西部具备煤、电一体化(约占电石法企业的 1/3)或循环生产的企业优势更为突出, 将成为行业整合的受益者。
- 公司目前拥有 5.5 万吨 PVC、4 万吨烧碱产能, 资源与技术是主要优势。
 资源优势: 公司地处内蒙乌海, 周边资源富足。目前拥有石灰石矿产储量 9,800 万吨(石灰 100% 自给)、300MW 发电机组(年发电能力 21 亿度, 自给率 80%, 较当地电价低 0.082 元/度), 并正积极整合相关煤矿资源。
 技术优势: 公司通过技术改造, 单位吨耗不断下降, PVC 电石消耗为 1.365 吨/吨, 而行业平均为 1.42 吨/吨。在电耗上, 公司电石、硅铁、烧碱吨耗电分别在 3,150 度/吨、8,200 度/吨以及 2,250 度/吨, 而行业水平则分别在 3,400 度/吨、8,500 度/吨以及 2,450 度/吨。另外公司在多个环节实现“三废”的循环利用, 极大提高设备使用效率, 毛利率业内领先。
- 公司本次发行募集资金拟对子公司君正化工增资, 建设年产 40 万吨聚氯乙烯/烧碱项目。公司已于 2010 年先行投产部分产能, 截止目前, 产能利用率与产销率均保持在 85% 以上。
- 预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 4,348、5,702、8,065 百万元, 归属母公司净利润 831、1,125、1,495 百万元, 对应 EPS 为: 1.30、1.76、2.34 元。结合相关公司情况, 给予公司 20-23x11PE, 则得估值区间 25.98-29.88 元。
- 公司主要风险包括税收优惠政策发生变化、油价大幅下跌以及向上游整合资源存在不确定性。

内容目录

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130206110211
 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

资源与技术是公司最大的优势	4
大宗原料，成本为王	4
地处内蒙，资源丰富	4
技术领先，循环生产，成本下降	5
产能过剩严重么	7
预计 PVC 产能过剩约 30%	7
烧碱：产能与 PVC 大致相当，过剩局面仍将维持	9
投资机会在哪里	10
油价走高，电石法优势日益突出	10
一体化企业有望成为整合受益者	11
募集资金投向	11
盈利预测与估值	12
盈利假设	12
相对估值	12
风险提示	13
税收优惠政策发生变化	13
油价大幅下跌	13
上游资源整合存在不确定性	13
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：公司一体化产业链	4
图表 2：公司产品产能情况	4
图表 3：公司主要资源储量	5
图表 4：公司产品耗电情况	5
图表 5：氯碱行业优势企业比较分析	6
图表 6：各公司 PVC 业务毛利率比较	7
图表 7：我国 PVC 下游消费结构（2009）	7
图表 8：全国房屋新开工面积	7
图表 9：近年 PVC 消费与新开工面积高度相关	8
图表 10：国内 PVC 产能、产量及表观消费量	9
图表 11：国内烧碱下游消费结构	9
图表 12：华东烧碱价格走势	9
图表 13：国内烧碱产能、产量及表观消费量情况	10
图表 14：电石法 PVC 成本构成（以原料现价计算）	10
图表 15：乙烯法 PVC 成本构成（以原料现价计算）	10
图表 16：电石法 PVC 成本与电价关系（假设原料完全外购）	11

图表 17: 乙烯法 PVC 成本与乙烯价格关系(假设原料完全外购)	11
图表 18: 前 12 位企业产能 (2009 年)	11
图表 19: 募集资金投向	12
图表 20: 募投先行达产产品毛利率情况	12
图表 21: 募投先行达产产品产销率情况	12
图表 22: 可比公司估值情况	13
图表 23: 销售预测表	14

资源与技术是公司最大的优势

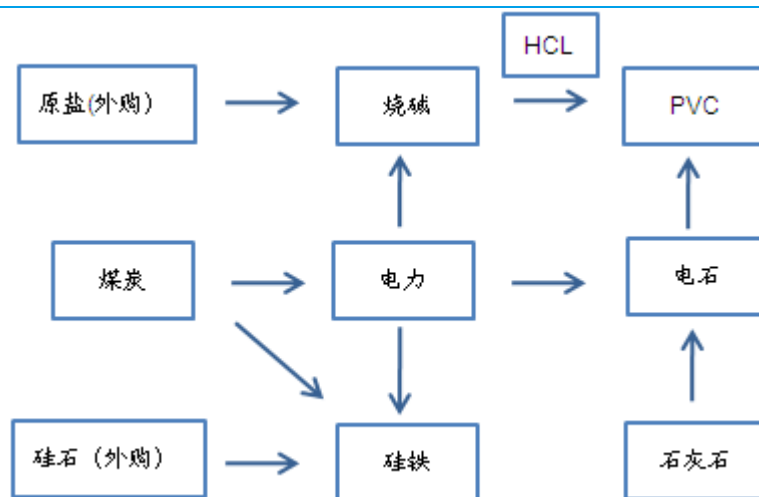
大宗原料，成本为王

- PVC（Polyvinylchlorid，聚氯乙烯）是世界五大通用材料之一，广泛应用于工业、农业、建筑、电子、医疗、汽车等领域
- 作为大宗化工基础原料，PVC 产品性能、价格差异不大，竞争主要体现在生产成本上。
 - 以原料来说，生产 PVC 有乙烯法与乙炔法，分别以石油-乙烯以及煤炭-电石为原料，在油价大幅走高以及国内“富煤少油”的背景下乙炔电石法优势明显。
 - 电石法生产过程中，电石成本占比 70%左右，而电石的生产过程中，电力又占了 50%的成本，因此行业内煤-电-电石-PVC 一体化公司成本优势明显。

地处内蒙，资源丰富

- 公司目前主营业务包括 PVC、烧碱、电石、电力、硅铁等，已建立以电厂为纽带的“煤-电-氯碱化工”以及“煤-电-特色冶金”一体化循环经济体系。

图表1：公司一体化生产链



来源：国金证券研究所

图表2：公司产品产能情况

	装置/资源	产能
石灰石	一座石灰石矿山的采矿权	年开采 100 万吨，生产白灰 24 万吨
电	300MW 发电机组	年发电能力 21 亿度
电石	4 台 27,000 千伏安和 2 台 16,500 千伏安电石炉	年产 26 万吨电石
PVC/烧碱	一套	年 PVC 生产能力 5.5 万吨、烧碱 4 万吨
硅铁	10 台 12,500 千伏安硅铁炉	年产 10 万吨硅铁
新建		新增 PVC 产能 26.5 万吨，液碱产能 20 万吨

来源：公司招股书、国金证券研究所

- 公司地处内蒙乌海，周边资源丰富，易开采。其中煤炭、石灰石完全能满足公司生产的需求，而原盐资源供应有保障，除距离最大的吉兰泰盐场仅 150 公里外，公司还与多家盐业公司签有长期供货协议。

图表3: 公司主要资源储量

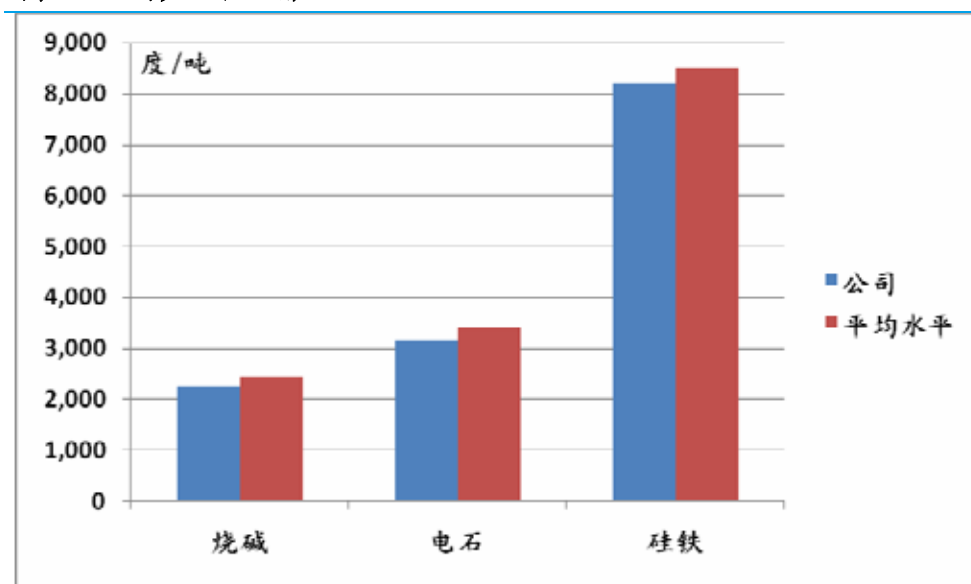
资源类型	公司储量	与厂区距离	备注
煤炭	白音乌素露天煤矿 (储量 400 万吨)	20-50 公里	
	黑龙贵露天煤矿 (储量 1,200 万吨)		
	神华君正煤矿 (储量 1 亿吨)		已获得采矿权
	锡盟君正乌尼特煤田 (储量 27 亿吨)		已获得探矿权
石灰石	石灰石矿产资源储量 9,800 万吨		属高品位矿藏, 其中氧化钙含量 53%, 碳酸钙含量 93%-97%, 氧化镁含量 1%以下。
原盐		距吉兰泰盐场仅 150 公里	吉兰泰池盐矿床占全盟总储量的三分之二, 是内蒙古自治区最大的原盐生产基地, 原盐储量为 1.28 亿吨, 其中工业储量达 1.12 亿吨。

来源: 国金证券研究所整理

技术领先, 循环生产, 成本下降

- 公司作为内蒙古高新技术企业, 在生产工艺上进行了诸多改进, 降低单耗与成本, 且在多个环节实现“三废”的循环利用, 如石灰石尾矿与电石渣用于电厂脱硫、电石生产排放的尾气供电石炉作原料等等, 达到生产过程“零排放”的效果, 同时极大提高了设备使用效率。
- 公司通过多年探索和技术改造, 单位吨耗不断下降, 目前公司 PVC 电石消耗为 1.365 吨/吨, 而行业平均水平在 1.42 吨/吨。
- 在电耗上, 公司电石、硅铁、烧碱吨耗电分别在 3,150 度/吨、8,200 度/吨以及 2,250 度/吨, 而行业水平则分别在 3,400 度/吨、8,500 度/吨以及 2,450 度/吨。

图表4: 公司产品耗电情况



来源: 公司招股书、国金证券研究所

与其他公司比较

- 目前氯碱行业内剔除 st 后共有 11 家上市企业, 我们选取其中最具有优势的新疆天业、英力特、中泰化学以及天原集团与公司做比较。

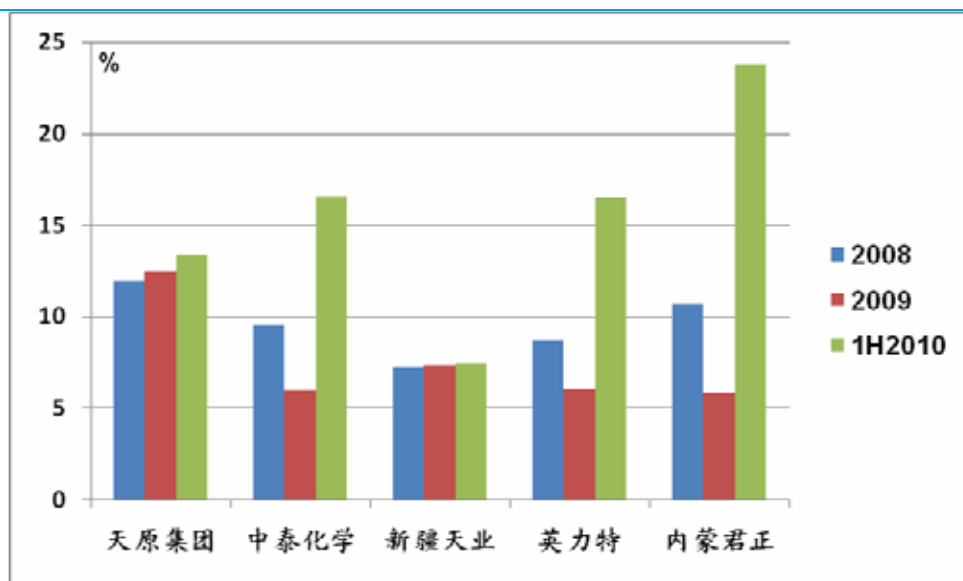
图表5：氯碱行业优势企业比较分析

		天原集团	中泰化学	新疆天业	英力特	内蒙君正
生产能力（万吨）	PVC	52	82	32	27.5	5.5
	烧碱	41.8	70	26	21	4
股本（百万股）		479.77	1154.34	438.59	177.06	640
每股权益产能(万吨/亿股)	PVC	10.84	7.10	7.30	15.3	0.86
	烧碱	8.71	6.06	5.93	11.86	0.63
资源储备情况	原盐	目前外购，已投资4亿元建盐业公司，投产后有望实现原盐的完全自给	控股子公司中泰化学盐化公司拥有44.436万平方公里的盐矿开采权，已探明储量6,973万吨。	自产	外购	外购，厂区距乌兰泰盐场仅150公里
	电	目前自发电11万千瓦，自给率40%左右，与募投项目同步新增10万千瓦，预计2011年底投产	2010年底电力自给率接近40%。自发电成本较当地外购电成本低0.2-0.25元/度	从集团采购	300MW 热电机组，50MW 机组发电权，年发电量约21亿度，平均比当地工业用电成本低0.1元/度	300MW 发电机组，年发电能力21亿度
	电石及石灰	目前自供能力90万吨左右，自给率在60%以上	目前公司电石总产能在48万吨，自给率在50%左右	目前自给率在70%左右	14万吨精制石灰和40万吨电石，电力和电石可以完全自给，	4台27,000千伏安和2台16,500千伏安电石炉，年产26万吨电石；一座石灰石矿山的采矿权，年开采100万吨，生产白灰24万吨
备注	在建及未来规划	远景规划电力自给率70%，电石自给率80%，原盐自给率100%	远景规划PVC产能220万吨、烧碱170万吨、电石330万吨，发电机组2100MW，电石、电力实现完全自给			新建PVC产能26.5万吨，液碱产能20万吨
	其他优势与看点	所处川南地区交通枢纽，又处在长江沿岸，运输成本低				

来源：国金证券研究所

- 上述企业均具备一定的资源优势，内蒙君正由于目前产能相对较小，每万吨产能的资源拥有量最高；而目前的每股权益产能较高的为英力特与天原集团，在PVC涨价的过程中受益程度最高；另一方面，相较于新疆的企业，内蒙尤其是川南的天原集团、内蒙君正、英力特等具有一定的运输成本上的优势。

图表6: 各公司 PVC 业务毛利率比较



注: 新疆天业为塑料业务毛利率; 内蒙君正为 2010 年度数据

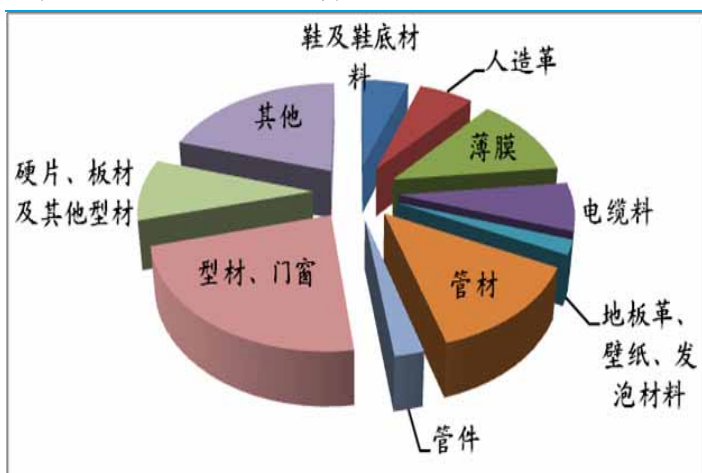
来源: 各公司年报、国金证券研究所

产能过剩严重么

预计 PVC 产能过剩约 30%

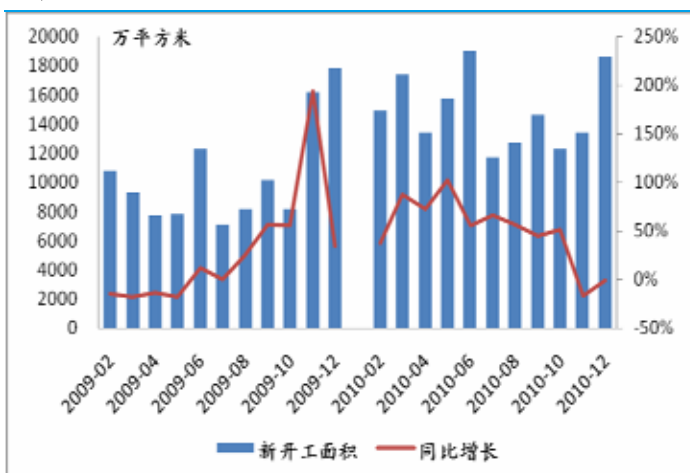
- 据统计, 目前国内建筑业消费的 PVC 占总量的 70% 以上。未来国内 PVC 需求仍与房地产密切相关。
 - 短期来看, 2010 年, 全国房屋新开工面积 16.38 亿平方米, 同比上升 40.7%, 下半年新开工面积 8.33 亿平方米, 同比上升 24%。由于存在 6 个月左右的时滞, 基于 2010 年新开工面积分析, 我们对于 2011 年上半年国内 PVC 的需求仍较为看好。
 - 2011 年, 国金房地产研究员认为新开工面积保守预测在 8%。我们相应保守预计未来两年 PVC 在此领域需求增速 8-10%。

图表7: 我国 PVC 下游消费结构 (2009)

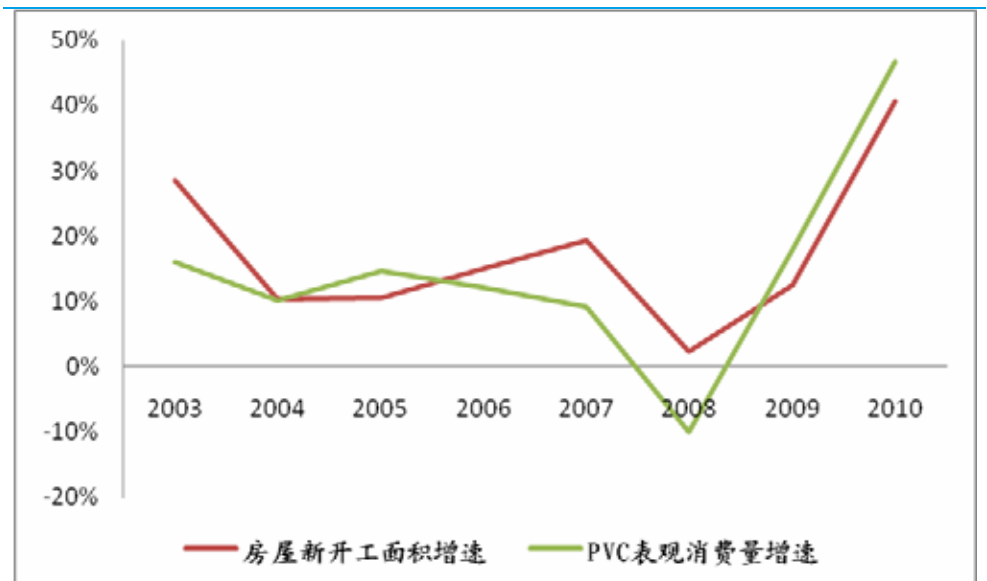


来源: wind、国金证券研究所

图表8: 全国房屋新开工面积



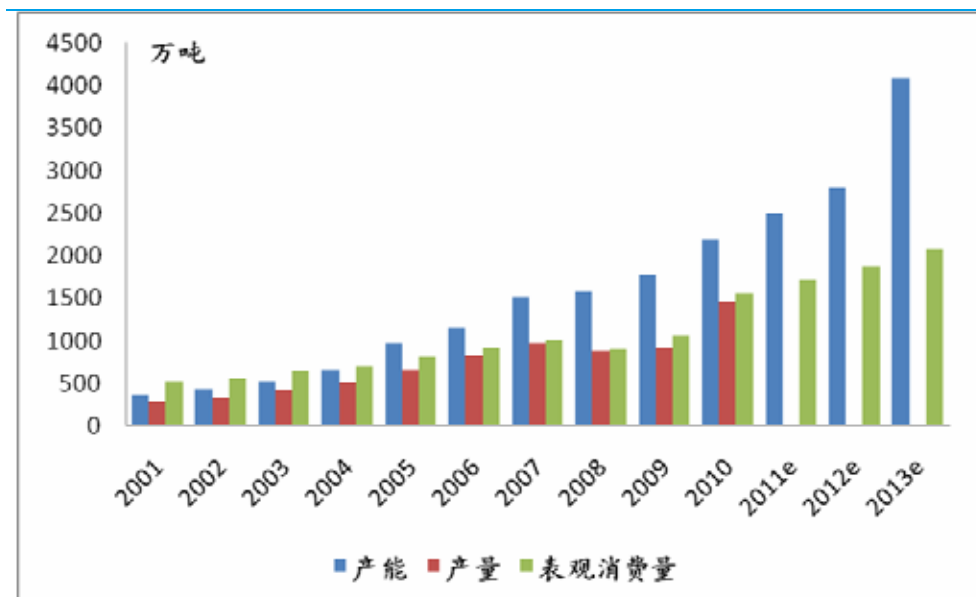
图表9: 近年 PVC 消费与新开工面积高度相关



来源: 国金证券研究所

- 另一方面, 2010 年 9 月 29 日, 住建部、商务部等宣布启动建材下乡试点工作, 山东与宁夏成为首批试点。目前具体补贴项目尚未公布, 但业内普遍认为建材下乡将大幅提高农村塑钢门窗使用率, 从家电下乡的成果来看, 一旦成为补贴品种, 将给塑钢门窗业及其上游 PVC 带来较大的消费刺激。
- 另外, 农用地膜、棚膜的广泛应用, 农用节水灌溉工程的迅速推广, 农村基础设施、城镇化建设, 渔业、畜牧业、林业等相关行业的规模化发展, 都显示出 PVC 产品应用的空间广阔。据估计, 2010 年全国园艺设施面积增加到 3,800 万亩左右; 全国地膜覆盖面积将达到 3.1 亿亩; 畜牧、水产专用暖棚面积扩大到 150 万亩左右, PVC 农膜、棚膜的需求量较以前将会有较大幅度增加。
- 因此, 我们保守预计未来两年 PVC 的需求增速在 10%以上。
- 供给层面, 2010 年, 全国 PVC 产能约 2,200 万吨, 产量 1462.3 万吨, 未来 2-3 年, 仍有 800-900 万吨的新(扩)建计划, 我们假设未来 3 年每年平均新增 300 万吨产能。则 2011-2012 年, PVC 产能过剩在 30%左右。

图表10: 国内 PVC 产能、产量及表观消费量

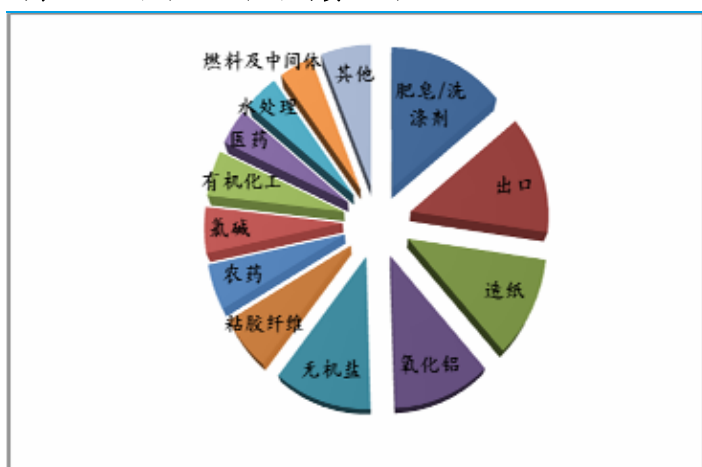


来源: 百川资讯、国金证券研究所

烧碱: 产能与 PVC 大致相当, 过剩局面仍将维持

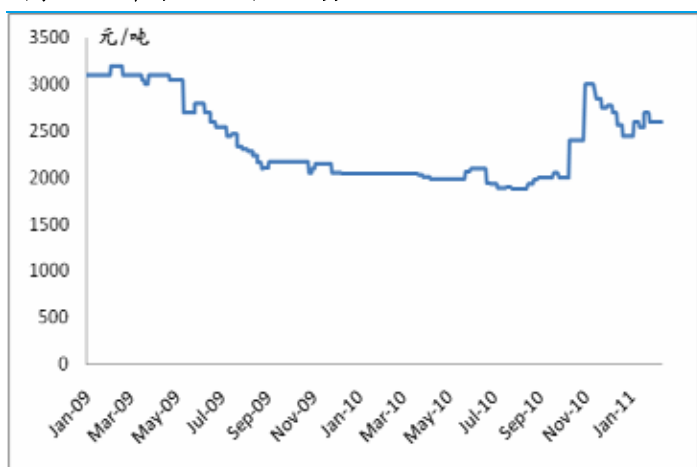
- 烧碱从形态上可分为液碱和片碱, 下游应用领域广而分散, 份额较大的领域包括肥皂/洗涤剂、氧化铝、造纸等。

图表11: 国内烧碱下游消费结构



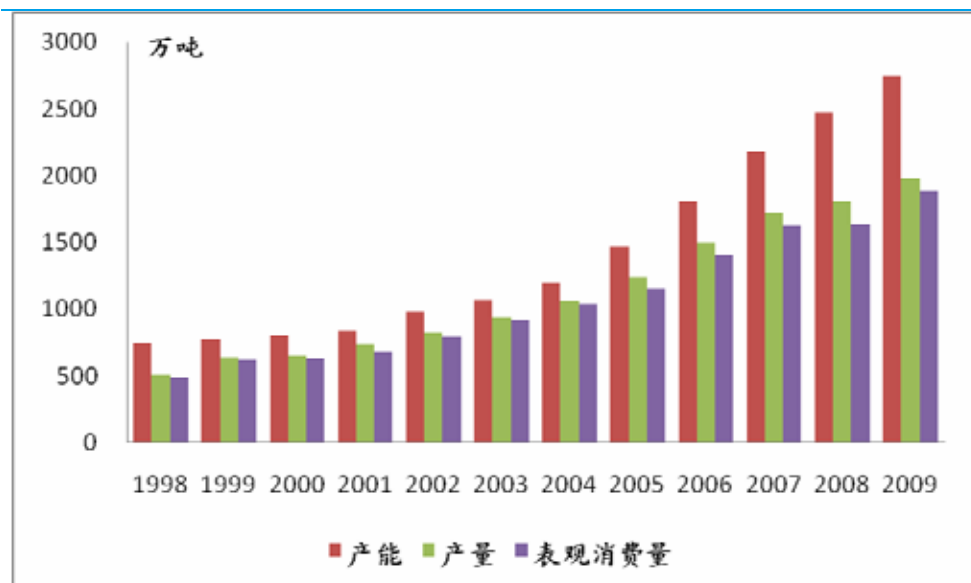
来源: 化工在线、国金证券研究所

图表12: 华东烧碱价格走势



- 国内烧碱装置大多为配套 PVC 生产而建设, 原盐电解后同时生产烧碱, 在氯碱平衡的约束下, PVC 与烧碱的产能大致相当。截止 2009 年, 国内烧碱产能 2,743 万吨, 截止 2010 年 11 月, 新增产能约 400 万吨 (其中投产约 70%), 淘汰落后产能 118 万吨。而 1-11 月烧碱产量 1916.2 万吨, 而表观消费量为 1,774 万吨, 出口量为 142 万吨, 产能过剩达千万吨以上。未来三年, 按照目前规划仍有 1,000 万吨的新增产能, 过剩局面仍将维持。

图表13: 国内烧碱产能、产量及表观消费量情况



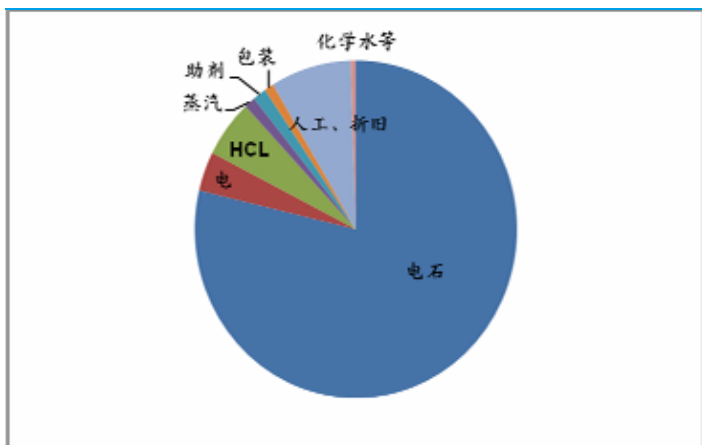
来源: 百川资讯、国金证券研究所

投资机会在哪里

油价走高, 电石法优势日益突出

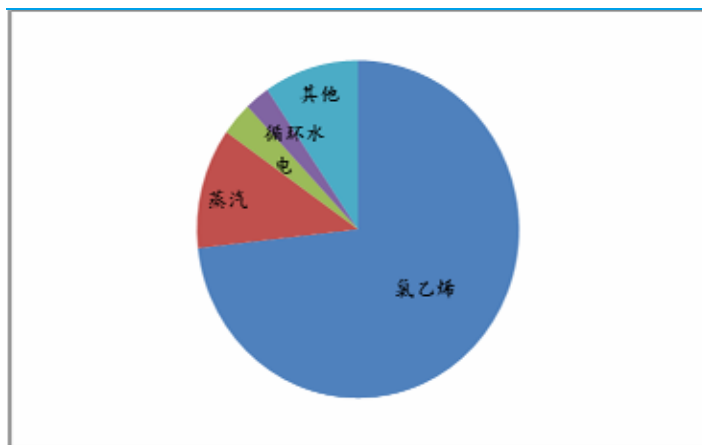
- 以原料来说, 生产 PVC 有乙烯法与乙炔法, 分别以石油-乙烯以及煤炭-电石为原料。我国“富煤少油”的国情决定了煤炭-电石法为国内 PVC 的主要生产方法。2009 年全国 PVC 产量 916 万吨, 其中电石法 580 万吨, 占比 63.32%。

图表14: 电石法 PVC 成本构成 (以原料现价计算)



来源: 国金证券研究所

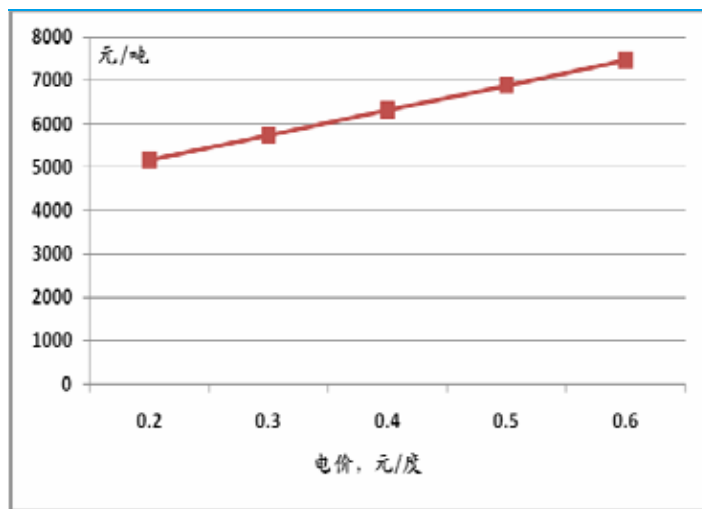
图表15: 乙烯法 PVC 成本构成 (以原料现价计算)



- 我们按照所有原料外购, 价格取华东地区价格, 分别对两种生产方法的完全成本进行测算。2010 年全国平均工业电价为 0.56 元, 因此, 若完全外购原料, 电石法完全成本在 7,000 元附近。而乙烯法来说, 目前油价 90 美元/桶的背景下, 乙烯价格在 1,200 美元/吨以上, 即乙烯法完全成本在 8,000 元/吨左右。
- 我们认为 2011 年国际油价仍将震荡上行, 国内电石法企业, 尤其是自备电厂, 拥有原盐等资源性企业成本优势突出。比如公司自备电厂, 发电成

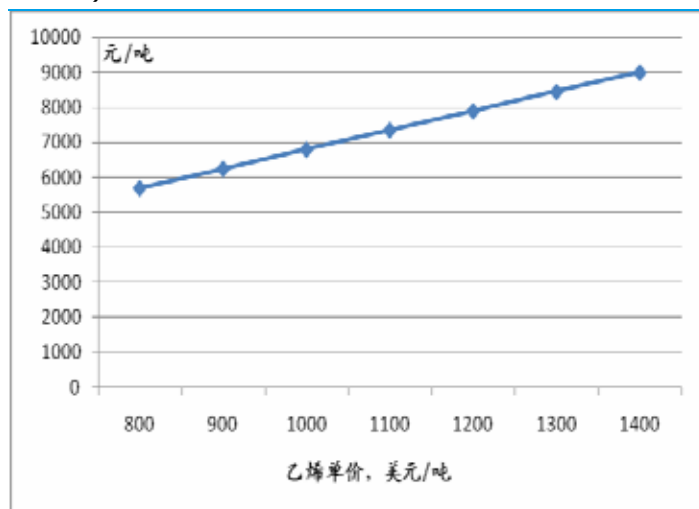
本在 0.16-0.20 元/度，电石成本在 2,300 元/吨，PVC 成本仅为 4,800-4,900 元/吨，相当于乙烯法油价 70 美元/吨左右的成本水平。

图表16: 电石法 PVC 成本与电价关系 (假设原料完全外购)



来源: 国金证券研究所

图表17: 乙烯法 PVC 成本与乙烯价格关系(假设原料完全外购)



一体化企业有望成为整合受益者

- 目前国内 PVC 行业较为混乱，行业集中度较低，2009 年，前 12 位企业合计产能 617 万吨，仅占全国的 34.6%。在产能过剩的背景下，一体化低成本公司有望成为整合的受益者。

图表18: 前 12 位企业产能 (2009 年)

企业	产能 (万吨)	工艺路线
大沽化工	80	混合法
新疆天业	72	电石法
齐鲁石化	60	乙烯法
宜宾天原	50	电石法
内蒙古亿利	50	电石法
中泰化学	50	电石法
氯碱化工	48	乙烯法
神马能源	45	电石法
榆社化工	42	电石法
昊华宇航	40	电石法
乐金大沽	40	乙烯法
台塑工业 (宁波)	40	乙烯法
总计	617	

来源: 中国氯碱工业协会、中国氯碱网、国金证券研究所

募集资金投向

- 此次募集资金将全部用于对子公司君正化工增资，投资年产 40 万吨 PVC/烧碱项目:

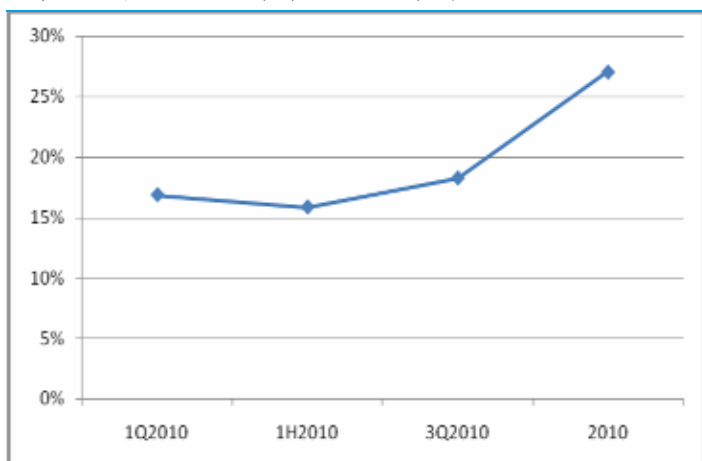
图表19: 募集资金投向

项目名称 (单位: 万元)	固定资产投资	铺底流动资金	总投资额
年产 40 万吨 PVC/烧碱项目	171,444.54	26,543.51	197,988.05

来源: 公司招股书、国金证券研究所

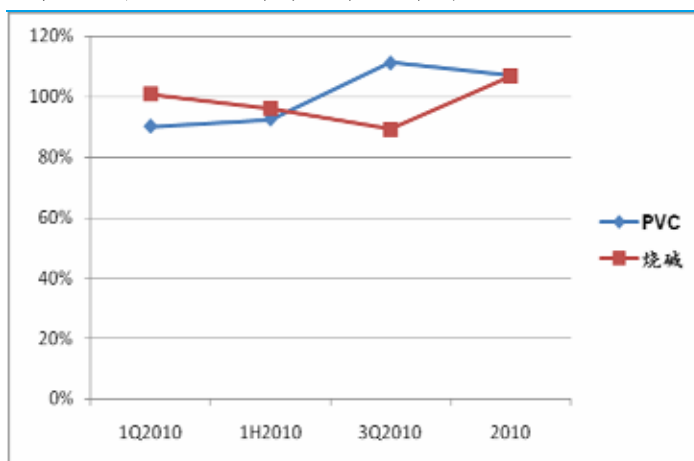
- 此次募投以 5 型 (SG-5) PVC 为主, 主要用于各类化学建材、型材、异型材、管材及片材, 制作门窗和节能材料。
- 公司还将为该项目配套新建 40 万吨/年电石项目, 提供充足的原料电石供应, 其他辅材则从周边及国内其他地区采购。
- 公司已于 2010 年先行投产部分产能, 截止目前, 产能利用率与产销率良好。

图表20: 募投先行达产产品毛利率情况



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表21: 募投先行达产产品产销率情况



盈利预测与估值

盈利假设

- 主要假设
 - 主要产品销售情况见销售预测表;
 - 营业费用率基本保持稳定、管理费用率由于规模变大, 比率变小;
 - 2011 年仍享受所得税减半优惠, 2012 年起子公司仍享受高新技术企业所得税优惠政策。
- 根据上述假设, 我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 4,348、5,702、8,065 百万元, 归属母公司净利润 831、1,125、1,495 百万元, 对应 EPS 为: 1.299、1.758、2.335 元。

相对估值

- 我们选取氯碱行业中与公司类似具备资源优势的四家企业作为比较, 考虑到公司所在地与产品上的差异, 给予公司 20-23x11PE, 则得估值区间 25.98-29.88 元。

图表22：可比公司估值情况

股票代码	股票名称	2月18日 收盘价	EPS（元）			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600075	新疆天业	13.93	0.42	0.41	0.46	33.06	34.14	30.28
002092	中泰化学	13.99	0.25	0.59	0.74	55.27	23.76	18.9
002386	天原集团	15.55	0.29	0.57	1.03	54.41	27.26	15.04
000635	英力特	16.03	0.62	0.69	1.04	25.79	23.07	15.36
平均						42.13	27.06	19.895

来源：国金证券研究所

风险提示

税收优惠政策发生变化

- 公司目前享受增值税减免、所得税减半等税收优惠政策，若政策发生变化，对公司盈利将造成一定的影响。

油价大幅下跌

- 在油价走高情况下，公司采用的电石法制 PVC 具备一定的成本优势，若原油价格大幅下跌，则成本优势将不再存在。

上游资源整合存在不确定性

- 公司产品成本的进一步下降一定程度上取决于对上游资源的进一步整合，该整合的不确定性对公司成本造成影响。

图表23：销售预测表

		2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
电力	销售量(亿度)	20.07	20.46	24.39	20.00	20.00	21.00
	销售价格(元/度)	0.32	0.30	0.35	0.35	0.38	0.36
	销售收入(百万)	632.32	621.19	847.22	694.60	760.00	756.00
	单位成本(元/度)	0.16	0.16	0.20	0.20	0.20	0.20
	生产成本(百万)	331.02	321.65	495.94	406.60	406.60	426.93
	毛利(百万)	301.31	299.55	351.28	288.00	353.40	329.07
	毛利率	47.65%	48.22%	41.46%	41.46%	46.50%	43.53%
硅铁	销售量(万吨)	9.84	11.45	11.39	11.50	11.50	12.00
	销售价格(元/吨)	6085.76	4753.56	6033.57	6000.00	6000.00	6000.00
	销售收入(百万)	599.02	544.30	687.52	690.00	690.00	720.00
	单位成本(元/吨)	5243.55	4828.96	5080.02	4885.95	4910.39	4910.39
	生产成本(百万)	516.12	552.93	578.86	561.88	564.69	589.25
	毛利(百万)	82.90	(8.63)	108.66	128.12	125.31	130.75
	毛利率	13.84%	-1.59%	15.80%	18.57%	18.16%	18.16%
电石	销售量(万吨)	22.57	14.14	1.03			
	销售价格(元/吨)	2501.43	2227.33	2495.44			
	销售收入(百万)	564.60	314.86	25.63			
	单位成本(元/吨)	2578.62	2342.49	2249.37			
	生产成本(百万)	582.02	331.14	23.10			
	毛利(百万)	(17.42)	(16.28)	2.53			
	毛利率	-3.09%	-5.17%	9.86%			
PVC	销售量(万吨)	6.85	6.92	26.20	33.00	48.00	78.00
	销售价格(元/吨)	6016.55	5171.41	6324.22	6480.00	6480.00	6500.00
	销售收入(百万)	412.12	357.89	1656.81	2138.40	3110.40	5070.00
	单位成本(元/吨)	5369.47	4869.91	4821.92	4730.61	4642.74	4670.62
	生产成本(百万)	367.80	337.03	1263.24	1561.10	2228.52	3643.09
	毛利(百万)	44.32	20.87	393.57	577.30	881.88	1426.91
	毛利率	10.76%	5.83%	23.75%	27.00%	28.35%	28.14%
片碱	销售量(万吨)	2.61	3.50	4.56	15.00	20.00	32.00
	销售价格(元/吨)	2170.22	1753.69	1457.85	1500.00	1480.00	1500.00
	销售收入(百万)	56.70	61.37	66.53	225.00	296.00	480.00
	单位成本(元/吨)	1768.30	1798.23	1625.81	1446.00	1420.00	1440.00
	生产成本(百万)	46.20	62.93	74.19	216.90	284.00	460.80
	毛利(百万)	10.50	(1.56)	(7.66)	8.10	12.00	19.20
	毛利率	18.52%	-2.54%	-11.52%	3.60%	4.05%	4.00%
液碱	销售量(万吨)	1.08	0.67	17.96	8.00	14.00	26.00
	销售价格(元/吨)	1278.05	1129.17	906.02	1200.00	1180.00	1150.00
	销售收入(百万)	13.75	7.62	162.69	96.00	165.20	299.00
	单位成本(元/吨)	1196.31	1259.83	989.50	950.00	920.00	920.00
	生产成本(百万)	12.87	8.50	177.68	76.00	128.80	239.20
	毛利(百万)	0.88	(0.88)	(14.99)	20.00	36.40	59.80
	毛利率	6.40%	-11.57%	-9.21%	20.83%	22.03%	20.00%
工程煤	销售量(万吨)			49.63	100.00		
	销售价格(元/吨)			250.00	250.00		
	销售收入(百万)			124.07	250.00		
	单位成本(元/吨)			181.07	150.00		
	生产成本(百万)			89.87	150.00		
	毛利(百万)			34.21	100.00		
	毛利率			27.57%	40.00%		
洗煤	销售量(万吨)				200.00	300.00	300.00
	销售价格(元/吨)				360.00	360.00	360.00
	销售收入(百万)				720.00	1080.00	1080.00
	单位成本(元/吨)				220.00	210.00	210.00
	生产成本(百万)				440.00	630.00	630.00
	毛利(百万)				280.00	450.00	450.00
	毛利率				38.89%	41.67%	41.67%
水泥熟料	销售量(万吨)			38.57	70.00	100.00	100.00
	销售价格(元/吨)			218.84	220.00	220.00	280.00
	销售收入(百万)			84.40	154.00	220.00	280.00
	单位成本(元/吨)			153.22	170.00	170.00	200.00
	生产成本(百万)			59.09	119.00	170.00	200.00
	毛利(百万)			25.31	35.00	50.00	80.00
	毛利率			29.99%	22.73%	22.73%	28.57%
其他	销售收入(百万)	39.96	53.80	92.84	50.00	50.00	50.00
	毛利(百万)	6.32	16.95	15.40	15.00	15.00	15.00
各项抵消	销售收入(百万)	733.53	667.34	960.79	670.00	670.00	670.00
	毛利(百万)	0.53	14.19	8.80	10.00	10.00	10.00
合计	销售收入(百万)	1584.94	1293.70	2786.93	4348.00	5701.60	8065.00
	yoy		-18.38%	115.42%	56.01%	31.13%	41.45%
	毛利(百万)	428.28	295.82	899.50	1441.51	1913.99	2500.74
	yoy		-30.93%	204.07%	60.26%	32.78%	30.66%
	毛利率	27.02%	22.87%	32.28%	33.15%	33.57%	31.01%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,601	1,298	2,800	4,348	5,702	8,065
增长率		-18.9%	115.7%	55.3%	31.1%	41.5%
主营业务成本	-1,161	-971	-1,888	-2,906	-3,788	-5,564
%销售收入	72.5%	74.8%	67.4%	66.8%	66.4%	69.0%
毛利	441	327	912	1,442	1,914	2,501
%销售收入	27.5%	25.2%	32.6%	33.2%	33.6%	31.0%
营业税金及附加	-12	-14	-29	-46	-59	-82
%销售收入	0.7%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-47	-46	-130	-174	-228	-306
%销售收入	2.9%	3.6%	4.6%	4.0%	4.0%	3.8%
管理费用	-106	-93	-161	-226	-285	-363
%销售收入	6.6%	7.1%	5.8%	5.2%	5.0%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	276	174	592	996	1,342	1,749
%销售收入	17.3%	13.4%	21.2%	22.9%	23.5%	21.7%
财务费用	-86	-74	-147	-121	-45	-2
%销售收入	5.4%	5.7%	5.2%	2.8%	0.8%	0.0%
资产减值损失	-13	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	5	-1	5	5	5
%税前利润	4.5%	2.8%	n.a	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	187	105	444	880	1,302	1,752
营业利润率	11.7%	8.1%	15.9%	20.2%	22.8%	21.7%
营业外收支	22	70	72	70	70	70
税前利润	209	176	517	950	1,372	1,822
利润率	13.1%	13.5%	18.4%	21.8%	24.1%	22.6%
所得税	1	-22	-31	-119	-247	-328
所得税率	-0.6%	12.6%	5.9%	12.5%	18.0%	18.0%
净利润	210	154	486	831	1,125	1,494
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	211	154	486	831	1,125	1,494
净利率	13.1%	11.8%	17.4%	19.1%	19.7%	18.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	210	154	486	831	1,125	1,494
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	133	124	245	265	299	316
非经营收益	76	68	148	79	47	36
营运资金变动	-273	-248	-615	296	222	102
经营活动现金净流	146	97	264	1,471	1,692	1,948
资本开支	-454	-702	-339	-701	-34	165
投资	-43	23	-31	-1	0	0
其他	11	3	10	5	5	5
投资活动现金净流	-486	-676	-360	-697	-29	170
股权募资	0	23	1	3,000	-62	0
债权募资	518	544	365	-680	-300	0
其他	-84	-67	-148	-162	-122	-111
筹资活动现金净流	434	500	217	2,158	-484	-111
现金净流量	95	-79	121	2,932	1,179	2,007

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	145	160	175	3,108	4,287	6,294
应收款项	140	115	239	345	452	639
存货	120	108	277	319	415	610
其他流动资产	310	133	239	365	475	698
流动资产	714	516	930	4,136	5,629	8,240
%总资产	24.2%	13.1%	20.3%	49.9%	58.7%	69.9%
长期投资	117	121	177	178	177	177
固定资产	1,918	3,060	3,223	3,749	3,553	3,141
%总资产	65.0%	77.7%	70.3%	45.2%	37.0%	26.6%
无形资产	200	238	251	230	232	233
非流动资产	2,237	3,420	3,652	4,159	3,964	3,554
%总资产	75.8%	86.9%	79.7%	50.1%	41.3%	30.1%
资产总计	2,951	3,937	4,582	8,295	9,594	11,794
短期借款	547	291	171	0	0	0
应付款项	329	757	534	1,079	1,408	2,052
其他流动负债	48	-126	-90	-66	140	203
流动负债	923	922	615	1,013	1,549	2,255
长期贷款	1,140	1,940	2,406	1,906	1,606	1,606
其他长期负债	0	10	9	0	0	0
负债	2,063	2,872	3,030	2,919	3,155	3,860
普通股股东权益	875	1,029	1,516	5,340	6,403	7,897
少数股东权益	13	35	36	36	36	36
负债股东权益合计	2,951	3,937	4,582	8,295	9,594	11,794

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.329	0.240	0.760	1.299	1.758	2.335
每股净资产	1.683	1.980	2.915	8.344	10.005	12.340
每股经营现金净流	0.280	0.187	0.508	2.299	2.644	3.044
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.06%	14.92%	32.06%	15.56%	17.57%	18.92%
总资产收益率	7.13%	3.90%	10.61%	10.02%	11.73%	12.67%
投入资本收益率	10.80%	4.62%	13.50%	11.97%	13.68%	15.04%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	-18.93%	115.70%	55.28%	31.13%	41.45%
EBIT增长率	N/A	-36.89%	239.65%	68.11%	34.77%	30.32%
净利润增长率	N/A	-27.03%	216.45%	70.98%	35.37%	32.82%
总资产增长率	N/A	33.40%	16.39%	81.05%	15.65%	22.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.2	24.0	6.8	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	18.9	42.9	37.2	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	37.2	124.8	74.7	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	337.7	425.9	368.5	257.3	196.5	129.3
偿债能力						
净负债/股东权益	173.55%	194.51%	154.71%	-22.35%	-41.64%	-59.09%
EBIT利息保障倍数	3.2	2.4	4.0	8.2	29.7	984.1
资产负债率	69.92%	72.96%	66.13%	35.19%	32.88%	32.73%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室