

氯碱业新标杆 背靠能源基地 长期成长可期

内蒙君正
601216

一体化+资源优势+内部挖潜 造就 PVC 成本最低

公司是产业链最为完善的电石法 PVC 企业之一，依托乌海地区丰富廉价的煤炭、原盐等资源优势，通过一体化、技术改进和先进的管理，形成了业内最具成本优势的氯碱企业。

目前公司拥有白灰 24 万吨、电石 26 万吨、硅铁 10 万吨、PVC32 万吨、烧碱 24 万吨的生产能力以及拥有 300MW 热电机组。募投项目完全投产可新增 13.5 万吨 PVC 和 8 万吨烧碱。

公司采用的密闭电石炉联产白灰技术，使得白灰成本下降约 150 元/吨，电石电耗 3150 度/吨，生产成本比行业平均水平减少 300 元；PVC 单耗电石 1.36 吨，远低于行业水平 1.42 吨。公司自发电能力 21 亿度，成本不到 0.2 元，PVC 生产成本仅为 4900 元/吨，随着公司电力、电石自给率的进一步提高，成本有望进一步下降。

11 年 PVC 基本面有所好转 将带动公司盈利提高

我们认为 PVC 供需情况在逐渐好转，11 年 PVC 将现结构性机会。一方面原油价格持续走强将推高国内氯碱产品价格；另一方面 10 年新房开工面积同比增长 41.94%，高点在 5 月份，11 年 PVC 需求将在二季度大幅释放，加上受去年四季度节能限电影响目前库存和中间商持有量偏低。公司每万股 PVC 产能 5 吨，PVC 价格上涨 100 元增厚业绩 0.043 元。

上寻求资源 下完善产业链

公司发展的战略和思路相当明确，逐渐完善煤化工产业链、积极整合煤炭资源。目前公司拥有白音乌素（储量 400 万吨）、黑龙贵（储量 1200 万吨）和神华君正（储量 1.0 亿吨）三大煤矿，且已获得锡盟君正乌尼特煤田的探矿权（预计储量 27 亿吨）。预计公司 11 年煤炭产量 300 万吨，据了解神化君正煤矿产出时间有望提前到 12 年，届时实现产量在 100-120 万吨，将增厚业绩 0.12 元以上。

对于煤炭整合路径，公司主要考虑通过收购兼并的方式来实现，亦即采取收购现成煤矿来扩大规模，这样可节省投产时间，见效更快，但收购成本可能较高。这就需要公司做好煤矿的投入产出评估工作，公司正积极收集、评估内蒙地区煤炭资源信息，目前有数个煤炭在收购洽谈中，预计今年将会有所收获。

氯碱产业链仅仅是公司发展大型煤化工的一环，公司也在寻找和挖掘具备高回报的项目，希望能持续为股东提供回报。

首次 增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052

联系人：胡 昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 03 月 7 日

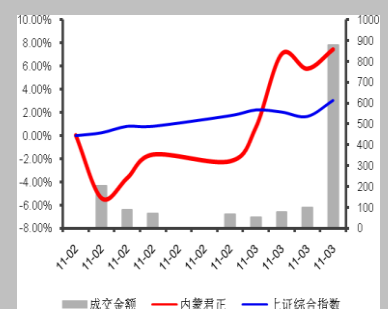
调研：2011 年 03 月 3 日

价格

当前市价：29.69 元

半年目标：37.10 元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.76	1.40	1.94	2.58
PE	39.1	21.2	15.3	11.5

注：EPS为增发摊薄后数据

背靠能源大省 公司有望借资源整合之际获得上游资源

内蒙古煤炭资源储量居全国首位，继山西煤炭整合后，“十二五”期间内蒙地区新一轮资源整合进程将加快。内蒙古“十二五”规划明确提出“发展壮大新型煤化工。抓好自治区重点新型煤化工和氯碱化工项目建设，推进煤化工、氯碱化工精深加工，延伸产业链，推进产业高端化、集群化发展。”自治区政府倾向于支持具有循环经济、能发展下游产品、有经济实力的内蒙企业进行资源整合。通过这些年的发展，公司已成为内蒙地区大型的煤化工企业之一，且拥有完整的氯碱循环产业链，有望在此轮资源整合中获得政策倾斜。

短期有估值优势 长期成长可期 首次给予“增持”评级

公司是值得长期投资的氯碱标杆企业，未来成长路径明确。公司的管理层比较踏实，业务能力相当强，强大的管理团队、一体化循环经济、政府政策的支持有助于公司向上游资源延伸。内蒙“十二五”规划为公司提供了机遇，上游煤炭整合值得期待。油价高位徘徊、PVC即将进入需求旺季，这将带动PVC价格的上行。短期来看公司盈利具有高确定性，估值优势明显。我们预计公司11-13年EPS分别为1.40元、1.94元和2.58元，3年复合增长率49%，首次给予公司“增持”评级，合理价格区间35-39.2元，六个月目标价37.1元。

表1 盈利预测

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1298.2	2800.1	4258.5	5738.5	7646.0
营业收入增长率（%）	-18.9%	115.7%	52.1%	34.8%	33.2%
净利润（百万元）	153.6	486.1	898.8	1240.6	1649.1
净利润增长率（%）	-27.0%	216.5%	84.9%	38.0%	32.9%
每股收益（元）	0.24	0.76	1.40	1.94	2.58
PE (X)	123.7	39.1	21.2	15.3	11.5

资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897