

定增助大股东绝对控股，平台价值凸显

——英力特（000635）调研报告

2011 年 1 月 9 日

强烈推荐/维持

英力特

调研报告

报告摘要:

- **西部电-电石-PVC 一体化龙头。**公司是西北地区的 PVC 龙头企业，拥有完整的产业链。电力是电石法 PVC 产业最关键的生产要素，而公司是国内氯碱行业唯一一家电石和电力均能完全自给的企业，PVC 吨成本行业最低，低于同行 500-800 元。
- **市场原来对公司的认识主要关注短线 PVC 价格上涨带来的投资机会。**公司原来是氯碱行业价格弹性最大的企业，每万股 PVC 权益 15 吨，PVC 价格涨 100 元 EPS 可增加 0.113 元，市场把公司作为 PVC 价格预期上涨时行业最好的投资标的。
- **定向增发打开成长空间，平台价值凸显。**公司已公告对大股东国电英力特集团和战略投资者增发 1.24 亿股，其中国电英力特以其对公司的 118,700 万元委托贷款及 38,896 万元现金认购股份，完成后实现 51% 绝对控股。我们分析认为大股东此举战略意图明显，未来极有可能依托上市平台整合其在宁夏地区的煤炭资源和煤化工产业。并且增发摊薄后公司的 PVC 价格弹性依然行业第二，PVC 价格上涨通道中仍是较好的标的。
- **盈利预测及投资评级：**原来我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.51、1.00 和 1.18 元，现根据公司增发后的总股本对其摊薄，同时考虑财务费用降低后的影响，对盈利预测进行修正：预计 10-12 年全面摊薄 EPS 分别为 0.29、0.84 和 0.95 元。考虑到公司增发后解决了长期困扰的高资产负债率问题，提升了公司经营安全性，虽然短期对公司 EPS 和每股 PVC 产能有所摊薄，但从长期打开了公司进一步成长的空间，可以提升公司 PE 估值至 25 倍，给予公司目标价 21 元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	2026	1873	1958	2107	2115
增长率（%）	29.39	(7.54)	4.53	7.62	0.34
净利润（百万元）	41.21	47.76	90.15	251.6	286.0
增长率（%）	(57.5)	15.90	88.73	179.1	13.66
每股收益(增发摊薄前 元)	0.30	0.32	0.51	1.00	1.18
每股收益(增发全面摊薄)	0.18	0.19	0.29	0.84	0.95
净资产收益率（%）	10.61	5.76	10.37	9.30	10.04
PE	42.38	40.50	25.22	15.37	13.52
PB	4.54	2.74	2.62	0.84	0.80

杨若木

执业证书编号：S1480209110083

基础化工行业分析师

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

资产负债表数据

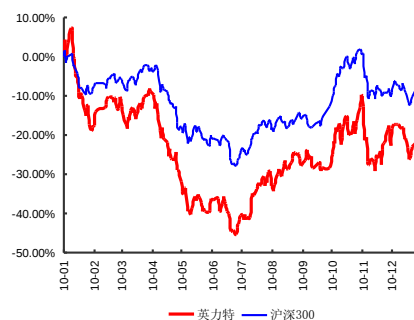
(2010.9.30)

总资产（百万元）	3814.64
股东权益（百万元）	838.09
每股净资产（元）	4.73
市净率（X）	3.29
负债率（%）	78.03

交易数据

52 周股价区间（元）	10.48-21.32
总市值（万元）	2762.15
流通市值（万元）	2762.15
总股本/流通 A 股	17706/17706
流通 B 股/H 股	
52 周日均换手率	2.57%

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.《氯碱行业深度报告：需求复苏 价格争锋》 2010.06.04
- 2.《英力特调研报告：理顺股权结构改善业绩》 2010.08.16
- 3.《氯碱行业：拉闸限电推高 PVC 价格，利好英力特、天原集团》 2010.09.10
- 4.《氯碱行业：迟来的幸福》 2010.12.06
- 5.《英力特：细品增发，提升估值》 2010.12.22

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,026.12	1,873.37	1,958.26	2,107.41	2,114.56
营业成本	1,618.87	1,507.75	1,576.63	1,576.63	1,576.63
营业费用	68.68	56.70	61.88	66.59	66.82
管理费用	93.16	71.62	78.33	84.30	84.58
财务费用	163.22	122.26	103.59	66.60	32.85
投资收益	11.17	7.30	0.00	0.00	0.00
营业利润	54.96	87.85	118.25	292.23	332.54
利润总额	75.40	92.02	121.82	295.97	336.41
所得税	-3.03	14.57	31.67	44.40	50.46
净利润	78.42	77.45	90.15	251.58	285.95
归属母公司所有者的净利润	41.21	47.76	90.15	251.58	285.95
NOPLAT	226.94	176.84	164.16	305.00	310.58

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	181.97	50.76	113.58	1,462.22	2,062.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	26.72	36.84	32.19	34.64	34.76
预付款项	182.34	70.74	(0.21)	-71.16	-142.10
存货	219.35	219.15	215.98	215.98	215.98
流动资产合计	642.84	430.48	394.15	1,676.78	2,206.76
非流动资产	3,336.07	3,320.85	2,888.04	2,501.04	2,114.03
资产总计	3,978.91	3,751.33	3,282.19	4,177.81	4,320.79
短期借款	716.46	1,174.00	941.36	0.00	0.00
应付帐款	463.37	296.96	367.16	367.16	367.16
预收款项	66.47	65.14	65.14	65.14	65.14
流动负债合计	1,910.14	2,007.80	1,493.33	551.97	551.97
非流动负债	1,300.12	836.50	836.75	836.75	836.75
少数股东权益	380.13	78.35	78.35	78.35	78.35
母公司股东权益	388.51	828.69	868.91	2,705.89	2,848.87
净营运资本	(1,267.30)	(1,577.31)	(1,099.18)	1,124.81	1,654.79
投入资本 IC	2,729.14	3,003.11	2,597.05	2,144.03	1,686.32

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	78.42	77.45	90.15	251.58	285.95

折旧摊销	261.41	240.27	0.00	387.00	387.00
净营运资金增加	198.97	(310.01)	478.13	2,223.99	529.98
经营活动产生现金流	6.14	73.95	667.52	771.19	776.51
投资活动产生现金流	(295.07)	(479.18)	32.24	0.00	0.00
融资活动产生现金流	323.29	317.60	(636.94)	577.45	(175.82)
现金净增（减）	34.36	(87.63)	62.82	1,348.64	600.69

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

范劲松

清华大学材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010年加盟东兴证券研究所，有一年基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。