

氯碱

英力特 (000635)

推荐 (首次)

业绩大幅增长彰显一体化优势

市场数据

报告日期	2011-3-9
收盘价(元)	20.00
总股本(百万股)	177.06
流通股本(百万股)	177.06
总市值(百万元)	3541.22
流通市值(百万元)	3541.22
净资产(百万元)	838.09
总资产(百万元)	3814.64
每股净资产	4.73

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2468	2971	3692	4800
同比增长(%)	31.7%	20.4%	24.3%	30.0%
净利润(百万元)	128	216	292	417
同比增长(%)	167.6%	69.1%	35.2%	42.6%
毛利率(%)	18.9%	19.5%	20.2%	20.2%
净利率(%)	5.2%	7.3%	7.9%	8.7%
净资产收益率(%)	13.7%	7.5%	9.3%	11.7%
每股收益(元)	0.42	0.72	0.97	1.38
每股经营现金流(元)	0.69	1.70	2.00	2.60

(注: 主要财务指标皆为考虑增发摊薄后以 3.01 亿股计算的数据)

相关报告

投资要点

事件:

英力特发布 2010 年年报, 报告期内实现营业收入 24.67 亿元, 同比增长 31.72%; 实现利润总额 1.47 亿元, 同比增长 60.14%; 归属于母公司所有者的净利润 1.28 亿元, 同比增长 167.55%。实现每股收益 0.722 元, 每股经营性净现金流量为 1.178 元, 同比增长 180.48%。公司同时公布 2010 年度利润分配预案, 拟以总股本 1.77 亿股为基数, 按每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)。

点评:

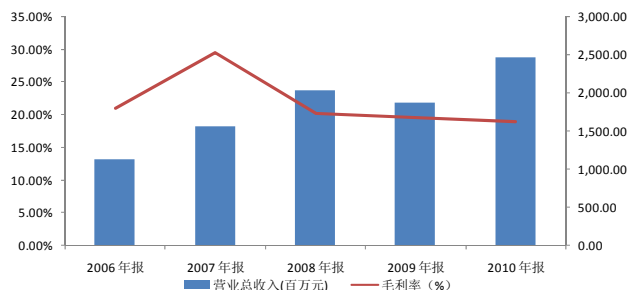
- **PVC 盈利能力提高彰显一体化优势:** 报告期内公司 PVC 吨售价平均上涨 17.39%, 单位成本仅上升 1.7%; 销售收入增长 27.69%, 生产成本上升 10.47%。2010 年 PVC 行业产品价格虽逐渐走高, 但全行业生产成本也稳步抬高, 尤其四季度节能减排导致原材料大幅上涨, 行业盈利低迷。而这种市场环境恰好能够体现公司一体化综合配套的优势。公司 PVC 全年开工率达到 9 成以上, 由于成本几乎保持稳定, PVC 盈利能力大幅提高。
- **注销西部公司降低生产成本:** 公司四季度单季度盈利 9880 万元, 而前三季度仅 3200 万元, 除四季度价格上涨的因素外, 公司注销子公司西部公司也起到重要作用。子公司注销后, 不仅能够降低本部的用电成本, 还提高了公司发电机组的发电负荷, 降低发电成本, 公司四季度

分析师 郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120005

分析师 毛伟
021-3856 5792
maowei@xyzq.com.cn
SAC:S0630208120082

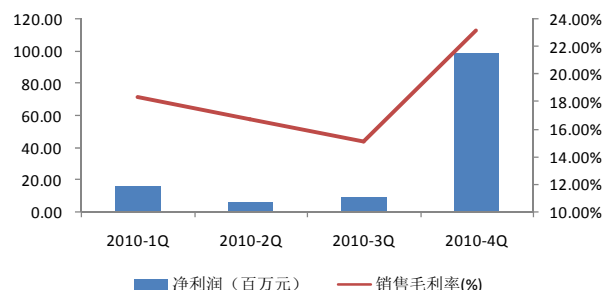
毛利率达到 23%，比前三季度 16.62% 的水平有显著提高。此外公司期间费用率基本稳定，此前由于短期负债较多，财务费用一直保持较高水平；待增发进程完成后，公司的负债率将会得到明显改善。

图 1 英力特主营业务收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 2 2010 年各季度毛利率变化情况



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **2011 年 PVC 价格向好，公司一体化优势将更为突出：**由于受原油价格影响，占国内 30% 产能的乙烯法 PVC 成本将高居不下；而需求方面，国内 1000 万套保障房开工建设足以填补商品房开工下降的缺口，PVC 需求仍将稳步上升；因此我们判断 2011 年国内 PVC 价格向好是大概率事件，但另一方面尽管目前一季度电石价格环比有所下滑，但在国内通胀以及节能减排的影响下，我们认为国内电石法 PVC 的生产成本同比将继续上升，因此 2011 年公司一体化装置的优势将更为突出，盈利能力进一步提高。
- **参与宁夏“一号工程”，十二五期间公司面临腾飞机会：**公司大股东英力特集团是宁东能源化工基地 C 片区——国电英力特宁东煤基多联产化学工业园的实施主体，按照规划：自 2009 年起，园区内六年将投资 619 亿元，分两期建设，共计 30 余个项目；预计整个园区建成后，每年可实现工业产值 603 亿元。而如此大规模的投资，公司作为英力特集团旗下唯一的直接融资平台，必将在其中承担重要角色。目前石嘴山年产 10 万吨氯乙烯体项目和固原市盐化工循环经济扶贫示范园项目已进入前期论证阶段，十二五期间公司将迎来快速发展良机。
- **给予“推荐”评级：**公司是国内氯碱行业一体化程度相对较高的企业，管理和经营能力较强，成本控制严格。未来公司借助宁东建设的春风，在煤化工，氯碱化工领域大有可为。公司向大股东及厦门象屿集团定向增发 1.242 亿股获得 17.14 亿元增资的方案已获得股东大会的通过，如果以此次定向增发发行成功摊薄后的 3.01 亿股本计算，我们预测公司 2011, 2012, 2013 年 EPS 分别为 0.72 元，0.97 元以及 1.38 元，其中 2011 年业绩同比增长 69.1%。我们认为公司中短期受益于高油价及一体化优势，长期分享宁东区域大开发盛宴；给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	512	1657	1771	2088
货币资金	103	1139	1134	1255
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	68	63	79	111
其他应收款	4	18	22	20
存货	243	321	399	514
非流动资产	3167	3470	3770	4051
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	17	18	17	17
投资性房地产	14	17	17	17
固定资产	3034	3121	3281	3486
在建工程	0	200	350	425
油气资产	0	0	0	0
无形资产	84	84	84	84
资产总计	3679	5127	5541	6139
流动负债	2290	1607	1723	1898
短期借款	1435	700	700	700
应付票据	60	48	59	77
应付账款	313	458	533	691
其他	482	401	431	431
非流动负债	454	652	652	652
长期借款	436	636	636	636
其他	18	16	16	16
负债合计	2744	2259	2376	2551
股本	177	301	301	301
资本公积	360	1950	1950	1950
未分配利润	344	539	802	1177
少数股东权益	0	4	8	15
股东权益合计	935	2868	3165	3589
负债及权益合计	3679	5127	5541	6139

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	128	216	292	417
折旧和摊销	233	218	240	269
资产减值准备	-8	-52	1	2
无形资产摊销	2	0	0	0
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	115	124	94	93
投资损失	-6	0	0	0
少数股东损益	3	4	6	9
营运资金的变动	67	-16	40	4
经营活动产生现金流量	399	512	602	784
投资活动产生现金流量	159	-453	-550	-550
融资活动产生现金流量	-191	977	-57	-114
现金净变动	367	1036	-5	121
现金的期初余额	51	103	1139	1134
现金的期末余额	418	1139	1134	1255

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2468	2971	3692	4800
营业成本	2001	2391	2947	3831
营业税金及附加	21	27	33	43
销售费用	79	71	92	120
管理费用	116	98	126	163
财务费用	115	124	94	93
资产减值损失	-1	0	50	50
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	141	259	351	500
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	147	259	351	500
所得税	17	39	53	75
净利润	131	221	298	425
少数股东损益	3	4	6	9
归属母公司净利润	128	216	292	417
EPS (元)	0.42	0.72	0.97	1.38

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	31.7%	20.4%	24.3%	30.0%
营业利润增长率	60.8%	83.7%	35.2%	42.6%
净利润增长率	167.6	69.1%	35.2%	42.6%
盈利能力(%)				
毛利率	18.9%	19.5%	20.2%	20.2%
净利率	5.2%	7.3%	7.9%	8.7%
ROE	13.7%	7.5%	9.3%	11.7%

偿债能力(%)

资产负债率	74.6%	44.1%	42.9%	41.5%
流动比率	0.22	1.03	1.03	1.10
速动比率	0.12	0.83	0.79	0.83

营运能力(次)

资产周转率	0.66	0.67	0.69	0.82
应收帐款周转率	45.21	45.20	51.89	50.60

每股资料(元)

每股收益	0.42	0.72	0.97	1.38
每股经营现金	0.69	1.70	2.00	2.60
每股净资产	3.10	9.51	10.48	11.86

估值比率(倍)

PE	47.15	27.88	20.62	14.46
PB	6.45	2.10	1.91	1.69

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业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。

兴业证券系列报告的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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。