

氯碱

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

010-63222985

songzhejian@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 18.31 元

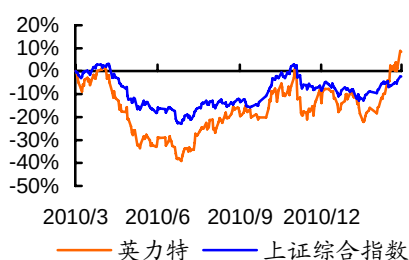
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2999.94
总股本(百万)	177
流通股本(百万)	177
流通市值(亿)	35
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	5.12
资产负债率	75.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
英力特	33.96	25	36.15
上证综合指数	7.26	5.39	11.39



相关报告

《英力特-业绩大幅低于预期的 3 个原因》
2010-4-25

英力特

000635

推荐

未来看资源整合, 主题投资标的

英力特发布 2010 年年报每股收益 0.72 元符合预期。

- 2010 年产量: PVC 25.57 万吨、烧碱 18.51 万吨, PVC 毛利率 18.72% (09 年为 6.05%), 烧碱、双氰胺处于亏损状态, 电力结算方式改变增加营业收入 1.56 亿元。公司目前没有增加产能的计划。
- 公司增发 1.24 亿股的申请已经报证监会, 正等待审批; 增发的最大意义是减少了财务费用 (把欠集团的负债变成集团持股了)。
- 3 月 1 日, 英力特固原盐化工探采结合井工程举行开钻仪式, 标志着固原盐化工项目建设迈出了实质性的步伐, 进入具体实施阶段。整合原盐资源可以降低运输成本和购买成本, 预计 13 年可以见到效益。固原盐矿核心区硝口 30 平方公里范围内初步探明储量 17 亿吨以上, 远景预测储量超过 100 亿吨。
- 增发后, 英力特对 PVC 价格的弹性有所下降, 每万股 PVC 权益 9.14 吨 (增发前是 15.53 吨), 价格上涨 100 元/吨, EPS 增加约 0.06。
- 公司之前 80% 客户在华东、华南, 物流成本比较高 (铁路, 几乎不用公路), 近一年来的战略是在西南、西北和华北销售集散地, 逐步减少华东华南的销售, 目前已经减少到 60%。未来公司希望西南西北河北与华东华南的客户各占 50%。
- 短期 PVC 涨价更多的是油价上涨推动乙烯法价格以及下游建筑企业开始进入施工, 但 2011 年地产行业对 PVC 价格的拉动还不清楚有多大 (主要是保障房项目的落实程度), 11 年行业新增产能在 300 多万吨, 即使只有一半实际投产, 也增加了行业供需压力。对 PVC 行业的长期盈利我们不看好, 重点关注具有资源和成本优势产业链完整的西部企业。
- 投资建议: 预计 11 年、12 年 EPS 在 0.73 元、0.96 元 (全面摊薄后), 给与推荐的评级, 6-12 个月目标价 25 元。公司业绩对 PVC 价格很敏感, 油价上涨或 PVC 涨价时是较好的主题投资标的, 但业绩风险较大。

风险提示: 地产需求低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2468	2527	2664	2718
同比(%)	32%	2%	5%	2%
归属母公司净利润(百万元)	128	221	290	366
同比(%)	168%	73%	31%	26%
毛利率(%)	18.9%	22.2%	23.4%	25.8%
ROE(%)	13.7%	7.8%	9.3%	10.5%
每股收益(元)	0.42	0.73	0.96	1.22
P/E	43.13	24.93	19.02	15.04
P/B	5.90	1.95	1.77	1.58
EV/EBITDA	11	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

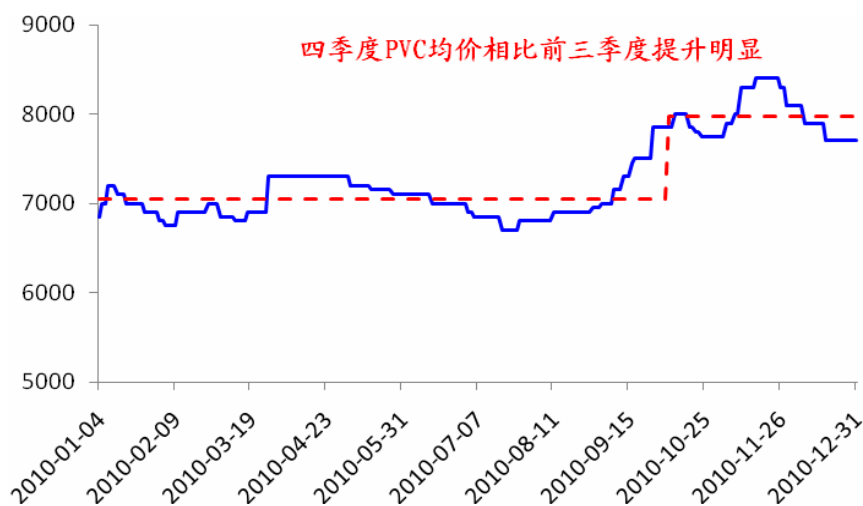
一、去年四季度业绩超预期，占比全年盈利 75%

英力特四季度业绩大幅提高，盈利占比全年 75%。四季度由于“十一五”末期节能减排导致大规模的停电，例如，当时石嘴山附近电厂 34 家，只剩下 3 家继续发电，由此导致了 PVC 销售价格的迅速上涨。

公司 PVC 盈利一般占到整体利润的 70%以上，每万股 PVC 权益 15.5 吨（按照 1.77 亿股本算），PVC 年均价格每增加 100 元，EPS 增厚 0.11 元。

英力特是电石和电力均能完全自给的企业，PVC 吨成本低于非一体化的企业 500-800 元左右，因此公司盈利能力与 PVC 销售价格紧密相关。

图 1 2010 年宁夏英力特 PVC 出厂价格



资料来源：隆重石化网，中投证券研究所

增发 1.24 亿股后，英力特对 PVC 价格的弹性有所下降，每万股 PVC 权益 9.14 吨（增发前是 15.53 吨），价格上涨 100 元/吨，EPS 增加约 0.06。考虑到糊树脂未来将整合进来，英力特仍是 PVC 弹性较大的投资标的。

表 1 目前相关公司每万股 PVC 权益（按照实际产能计算）

上市公司	PVC 产能（万吨）	股本（亿）	每万股 PVC 权益（吨）
英力特	27.50	3.01	9.14
中泰化学	82.00	11.54	7.11
天原集团	52.00	4.80	10.84
新疆天业	32.00	4.39	7.30
湖北宜化	45.00	4.42	10.17
内蒙君正	32.00	6.40	5.00

资料来源：中投证券研究所

综合来看烧碱的吨成本在 1100 元左右。近几个月的售价一般在 800-1100 元之间，基本保持在不亏的状态。建议继续关注烧碱的价格波动。

二、继续整合资源，优化一体化产业链

整合固原地区盐矿资源。

固原盐矿核心区硝口 30 平方公里范围内初步探明储量 17 亿吨以上，远景预测储量超过 100 亿吨。目前公司氯碱用盐主要来自于青海，运输成本高达 300 元/吨，固原（在宁夏的最南端）相比青海可以减少一些这方面的成本，但更重要的意义在于占有资源，随着技术的提高，目前使用固原的井矿盐已经没有问题，未来氯碱行业主要看资源优势 and 一体化产业链的完整程度。

整合盐矿受到了国电集团和固原当地政府的支持，3 月 1 日，国电英力特固原盐化工探采结合井工程在原州区中河乡上店子水库南侧举行开钻仪式，此次由江苏长江地质勘察院承建的盐化工探采结合井工程的正式开钻，标志着固原盐化工项目建设迈出了实质性的步伐，进入具体实施阶段。

三、投资建议

预计 11 年、12 年 EPS 在 0.73 元、0.96 元（全面摊薄后），给与推荐的评级，6-12 个月目标价 25 元。

公司业绩对 PVC 价格很敏感，油价上涨或 PVC 涨价时是较好的主题投资标的，但业绩风险较大。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	512	2163	2406	2691	营业收入	2468	2527	2664	2718
现金	103	1733	1961	2246	营业成本	2001	1967	2041	2018
应收账款	68	58	64	66	营业税金及附加	21	22	23	24
其它应收款	4	8	7	7	营业费用	79	80	84	86
预付账款	13	39	31	34	管理费用	116	126	137	136
存货	243	259	267	262	财务费用	115	49	23	(3)
其他	81	65	75	77	资产减值损失	(1)	8	7	6
非流动资产	3167	2973	2762	2553	公允价值变动收益	(1)	0	0	0
长期投资	17	18	17	17	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	3034	2843	2634	2428	营业利润	141	281	356	458
无形资产	84	82	79	77	营业外收入	6	9	7	8
其他	31	31	31	31	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	3679	5136	5168	5245	利润总额	147	288	362	464
流动负债	2290	2115	2180	2186	所得税	17	32	41	52
短期借款	1435	1228	1288	1293	净利润	131	256	322	412
应付账款	313	334	338	337	少数股东损益	3	35	32	46
其他	542	552	554	556	归属母公司净利润	128	221	290	366
非流动负债	454	156	(199)	(540)	EBITDA	489	541	590	666
长期借款	436	139	(216)	(557)	EPS (元)	0.72	0.73	0.96	1.22
其他	18	17	17	17	主要财务比率				
负债合计	2744	2271	1981	1646	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	35	67	112	成长能力				
股本	177	301	301	301	营业收入	31.7	2.4%	5.4%	2.0%
资本公积	360	1910	1910	1910	营业利润	60.8	98.6	26.8	28.6
留存收益	396	617	907	1273	归属于母公司净利润	167.6	73.0	31.1	26.4
归属母公司股东权益	935	2830	3120	3486	获利能力				
负债和股东权益	3679	5136	5168	5245	毛利率	18.9	22.2	23.4	25.8
现金流量表					净利率	5.2%	8.7%	10.9	13.5
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	13.7	7.8%	9.3%	10.5
经营活动现金流	208	525	533	614	ROIC	7.8%	10.8	13.4	17.5
净利润	131	256	322	412	偿债能力				
折旧摊销	233	212	212	212	资产负债率	74.6	44.2	38.3	31.4
财务费用	115	49	23	(3)	净负债比率	79.81	72.01	68.51	61.68
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)	流动比率	0.22	1.02	1.10	1.23
营运资金变动	(263)	27	(15)	3	速动比率	0.12	0.90	0.98	1.11
其它	(2)	(12)	(2)	(3)	营运能力				
投资活动现金流	(103)	6	6	6	总资产周转率	0.66	0.57	0.52	0.52
资本支出	15	0	0	0	应收账款周转率	45	40	43	41
长期投资	(98)	0	0	0	应付账款周转率	6.56	6.07	6.07	5.98
其他	(186)	6	6	6	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(54)	1098	(311)	(336)	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.73	0.96	1.22
短期借款	261	(207)	60	5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.74	1.77	2.04
长期借款	(386)	(297)	(355)	(341)	每股净资产(最新摊薄)	3.10	9.40	10.36	11.58
普通股增加	0	124	0	0	估值比率				
资本公积增加	(17)	1550	0	0	P/E	43.13	24.93	19.02	15.04
其他	88	(72)	(16)	1	P/B	5.90	1.95	1.77	1.58
现金净增加额	52	1630	229	285	EV/EBITDA	11	10	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业助理分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434