

氯碱

英力特 (000635)

推荐 (维持)

业绩同比大幅增长，一体化优势日益体现

市场数据

报告日期	2011-8-31
收盘价(元)	17.62
总股本(百万股)	177.06
流通股本(百万股)	177.05
总市值(百万元)	3119.82
流通市值(百万元)	3119.65
净资产(百万元)	1005.63
总资产(百万元)	3595.96
每股净资产	5.68

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2468	2874	3915	4383
同比增长(%)	31.7%	16.5%	36.2%	12.0%
净利润(百万元)	128	200	241	298
同比增长(%)	167.6%	56.8%	20.1%	24.0%
毛利率(%)	18.9%	20.7%	19.9%	20.2%
净利率(%)	5.2%	7.0%	6.1%	6.8%
净资产收益率(%)	13.7%	17.7%	17.5%	17.8%
每股收益(元)	0.72	1.13	1.36	1.69
每股经营现金流(元)	1.18	3.03	3.60	4.24

相关报告

《英力特 (000635): 业绩增长势头持续, 看好全年氯碱行情》2011-4-26

《英力特 (000635) 年报点评: 业绩大幅增长彰显一体化优势》2011-3-10

投资要点

事件:

英力特发布 2011 年半年报, 报告期内实现营业总收入 14.44 亿元, 同比增长 41.90%; 营业利润 1.18 亿元, 同比增长 223.94%; 归属于上市公司股东的净利润 1.04 亿元, 同比增长 358.94%。实现每股收益 0.585 元, 扣除非经常性损益后的每股收益 0.525 元, 每股经营性净现金流量为 1.25 元。

点评:

公司公告的上半年盈利与业绩快报一致, 与我们此前的预期基本相符。

- **烧碱价格上涨推动主营收入增长。**报告期内出口需求向好带动烧碱产品价格上涨, 加之电石和电量产量增长从而推动公司营业收入同比增长 41.90%。公司主要产品中烧碱、石灰氮、单体销售收入同比分别增长 83.26%、25.72 和 100%; 而 PVC 收入同比减少 4.25%。自备电厂电量结算方式改变以及去年中期西部公司注销致使内部抵消数同比减少 4.85 亿元。产量方面烧碱、电石产量同比增加了 0.22%、5.87%, 发电量同比增长 6.92%; 而 PVC 产量同比下降了 11.25%。
- **烧碱、PVC 价格上涨及单体开始贡献业绩推动公司盈利大幅增加。**公司上半年盈利大幅增长主要得益于烧碱和 PVC 价格上涨。上半年受日本地震影响, 液体烧碱出口同比增长 110.24%, 出口需求带动烧碱价格上涨, 毛利率同比增长 56.73, PVC 价格上半年在成本上涨的推动下价格有所

分析师 毛伟
021-3856 5792
maowei@xyzq.com.cn
SAC:S0190511010003

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

联系人 刘刚
021-3856-5870
liugang@xyzq.com.cn

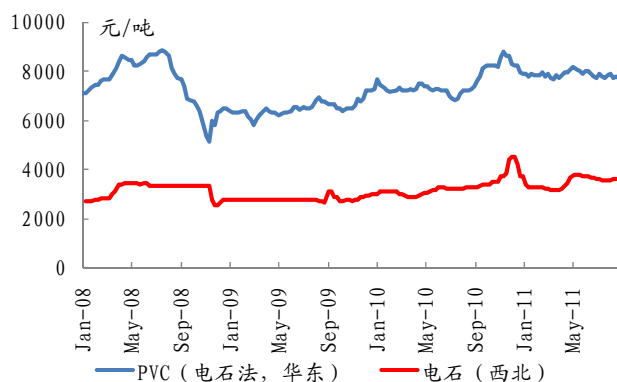
上涨，毛利率同比增长 3.96 个百分点，毛利同比增加 2294.86 万元，单体 VCM 上半年贡献 2446.77 万元毛利，上述三项业务成为公司利润增长的主要来源。

- **预计下半年经营平稳，产能扩张开始实施。**受淘汰落后产能政策和节能环保力度加强的影响，预计电石供给偏紧局面将继续维持，这将带动电石价格持续上涨。而 PVC 虽然目前下游需求受宏观经济低迷影响相对疲软，但在电石成本的支撑下价格有望维持。英力特作为电石完成自给的一体化企业，成本优势将进一步凸显。

公司计划建设固原盐化工项目和 10 万吨氯乙烯单体项目，培育新的利润增长点。此外大股东英力特集团作为国电宁东项目的实施主体，未来也存在部分化工项目以上市公司为平台进行投资建设的可能。

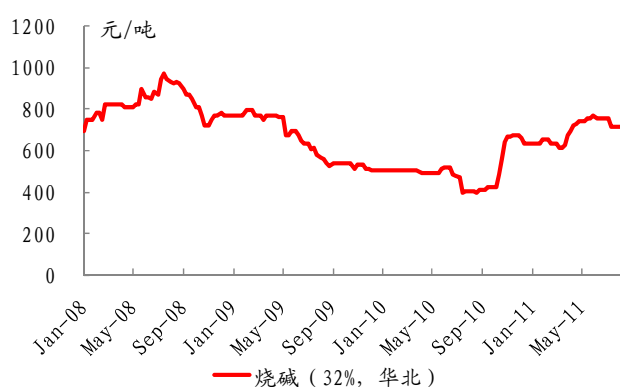
- **维持“推荐”的投资评级。**在未考虑增发摊薄的影响下，我们预计英力特 2011-2013 年 EPS 分别为 1.13、1.36、1.69 元。公司拥有较为完善的一体化产业链，电石和电力自给率在行业内处于较高水平，成本优势明显，并且公司未来向上下游延伸产业链的预期较为强烈，从长期上看公司产品的成本优势和一体化产业链将有利于公司平稳快速增长。综合上述原因，我们维持公司“推荐”的投资评级。

图 1 PVC 和电石价格



资料来源：百川资讯、兴业证券研究所

图 2 烧碱价格



资料来源：百川资讯、兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	512	636	864	972
货币资金	103	144	196	219
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	68	61	84	101
其他应收款	4	17	23	18
存货	243	303	416	461
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	4106	4634	5023
流动负债	2290	2816	3099	3185
短期借款	1435	1934	2036	2057
应付票据	60	46	63	70
应付账款	313	437	567	631
其他	482	400	434	427
非流动负债	454	152	152	152
长期借款	436	136	136	136
其他	18	16	16	16
负债合计	2744	2968	3251	3337
股本	177	177	177	177
资本公积	360	360	360	360
未分配利润	344	525	741	1010
少数股东权益	0	3	7	11
股东权益合计	935	1138	1383	1686
负债及权益合计	3679	4106	4634	5023

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	128	200	241	298
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	163	175	179
投资损失	-6	0	0	0
少数股东损益	3	4	5	6
营运资金的变动	67	-17	33	2
经营活动产生现金流量	399	536	638	751
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	-42	-36	-177
现金净变动	367	40	52	23
现金的期初余额	51	103	144	196
现金的期末余额	418	144	196	219

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2468	2874	3915	4383
营业成本	2001	2281	3135	3498
营业税金及附加	21	26	35	40
销售费用	79	69	98	110
管理费用	116	95	133	149
财务费用	115	163	175	179
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	240	289	358
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	147	240	289	358
所得税	17	36	43	54
净利润	131	204	246	305
少数股东损益	3	4	5	6
归属母公司净利润	128	200	241	298
EPS (元)	0.72	1.13	1.36	1.69

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	31.7%	16.5%	36.2%	12.0%
营业利润增长率	60.8%	70.2%	20.1%	24.0%
净利润增长率	167.6	56.8%	20.1%	24.0%
盈利能力(%)				
毛利率	18.9%	20.7%	19.9%	20.2%
净利率	5.2%	7.0%	6.1%	6.8%
ROE	13.7%	17.7%	17.5%	17.8%

偿债能力(%)

资产负债率	74.6%	72.3%	70.2%	66.4%
流动比率	0.22	0.23	0.28	0.31
速动比率	0.12	0.12	0.14	0.16

营运能力(次)

资产周转率	0.66	0.74	0.90	0.91
应收帐款周转率	45.21	44.42	53.99	47.42

每股资料(元)

每股收益	0.72	1.13	1.36	1.69
每股经营现金	1.18	3.03	3.60	4.24
每股净资产	5.28	6.41	7.77	9.45

估值比率(倍)

PE	27.71	17.68	14.71	11.87
PB	3.79	3.12	2.57	2.12

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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.xyjq.com.cn 内幕交易防控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

定期报告点评

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。