

[2009.08.31]

淘汰落后产能是氯碱行业不得不喝的苦药

行业更新报告——财务篇

杨伟

021-38676319

yangwei@gtjas.com

- 行业开工率低迷的状态一、两年内无法解决，优势企业各有需要解决的重大问题，英力特化工、中泰化学是明年最可能出业绩的公司

本报告导读：

细分行业评级

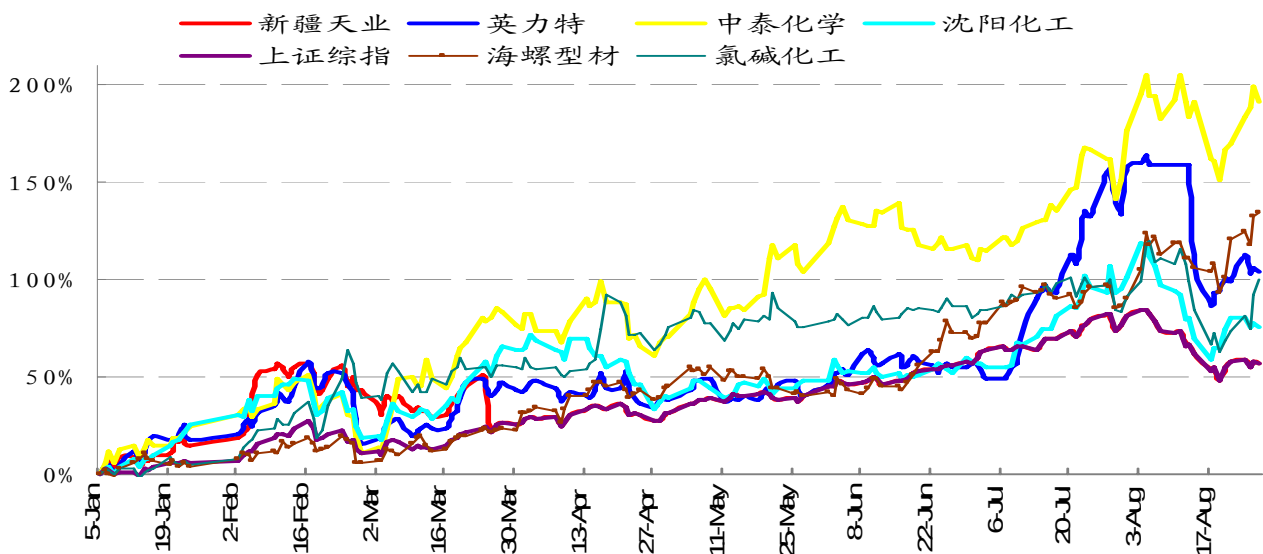
氯碱 中性

重点公司评级

新疆天业	中性
中泰化学	中性
英力特化工	谨慎增持
沈阳化工	谨慎增持
海螺型材	增持

投资要点：

- 我们不敢给“落后产能”定义。不过按照普通人的理解，不能持续盈利的产能理所当然应该是落后产能。
- 中国企业的分散、无规模是各个行业普遍存在的问题，而地方保护主义是行业内小企业应倒未倒的主要原因。从另一个角度说，由于有地方政府的支持，氯碱企业很有希望转型为控制资源的上游公司。我们这里所说的资源主要是煤，也包括石灰石和盐。同纯碱行业比较，由于纯碱公司所能得到的资源主要是盐，想象空间有限；因此，即使氯碱行业的集中度远小于纯碱行业，投资机会依然存在。
- PVC 行业开工率 2009 年难以突破 70%。我们认为公司业绩增长的主要驱动力来自产能释放和自备电厂投产。有没有易于开发的煤炭资源，或者是注入煤炭资源预期是否明确是选择公司的主要标准。
- 尽管主要公司中期业绩纷纷预减和预亏，全行业今年显著跑赢指数。根据我们上面的选股标准，我们认为在资产注入题材驱动下，英力特化工具有投资机会。由于中泰化学被赋予煤炭股的估值，我们认为公司具有配置价值。



请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 一级标题

1.1. 二级标题

表 1: 氯碱公司氯碱产品产能产量汇总

	2008 年氯碱 收入占比	2008 年情况	2009 年计划
新疆天业	78%	2008 年生产 PVC26.40 万吨, 生产离子膜烧碱 19.6 万吨	2009 年目标生产 PVC30 万吨, 烧碱 22 万吨, 电石 30 万吨
沈阳化工	26%	2008 年生产烧碱 17 万吨, 糊树枝 11.30 万吨	2009 年目标生产烧碱 18.5 万吨, 糊树脂 12.6 万吨
氯碱化工	大于 95%	2008 年 PVC 产量 37 万吨, 烧碱产量 70 万吨	2009 年目标 PVC 产量 43 万吨, 烧碱产量 75 万吨
中泰化学	大于 95%	2008 年产能 46 万吨 PVC, 35 万吨烧碱, 产量为 PVC40 万吨, 烧碱 32 万吨	2009 年华泰二期 36 万吨 PVC 和 30 万吨烧碱建成, 电石项目包括矿冶 20 万吨, 盐化 50 万吨等; 2009 年目标生产 PVC42 万吨, 烧碱 35 万吨
英力特	80%	2008 年 PVC 销量 22 万吨, 烧碱销量 16.6 万吨	2 × 30000KVA 电石炉计划 2009 年 5 月份投入试生产
金路集团	88%	2008 年 PVC 产量 22.95 万吨; 公司 PVC 年产能 30 万吨烧碱产能 27 万吨	2009 年计划完成 PVC 树脂产量 26 万吨
祥龙电业	约 88%左右	PVC 年产能 8 万吨, 烧碱 10 万吨, 2008 年开工率在 70%~80%	2009 年以销定产
南化股份	79%	PVC 产能 16 万吨, 烧碱产能 26 万吨	2009 年子公司新建年产能 30 万吨烧碱和 32 万吨 PVC 投产
ST 金化	大于 95%	2008 年生产 PVC10.83 万吨, 目前 PVC 年产能 23 万吨	12 万吨/年盐酸项目建成已投产; 8 万吨/年离子膜烧碱工程正在加紧施工
江苏索普	不包括 ACD 共占比 12%	2008 年生产烧碱 11.92 万吨, 液氯 2.21 万吨, ADC3.65 万吨	2009 年计划生产烧碱 12.2 万吨, ADC4.1 万吨, 液氯 3 万吨
锦化氯碱	33%	2008 年产烧碱 24 万吨, 目前烧碱产能 30 万吨	2009 年计划产烧碱 28 万吨
巨化股份	45%	PVC 产能 23 万吨(包括 15 万吨 PVC 树脂挖潜改造项目), 烧碱年产能 56 万吨左右	2009 年完成 15 万吨 PVC 树脂挖潜改造项目

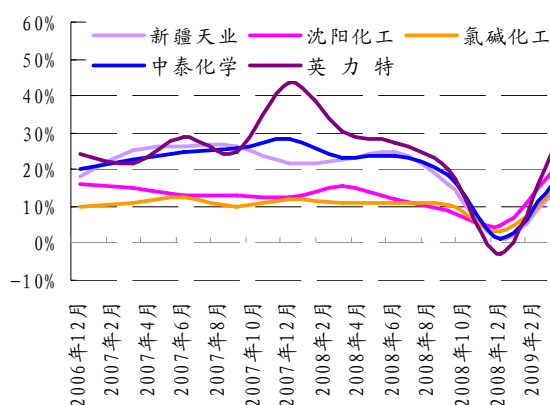
资料来源: 国泰君安证券

我们对氯碱行业 12 家公司进行分析, 但是考虑到拥有氯碱产能的三友化工、山东海化等公司在纯碱领域更具代表性, 并没有进行讨论。

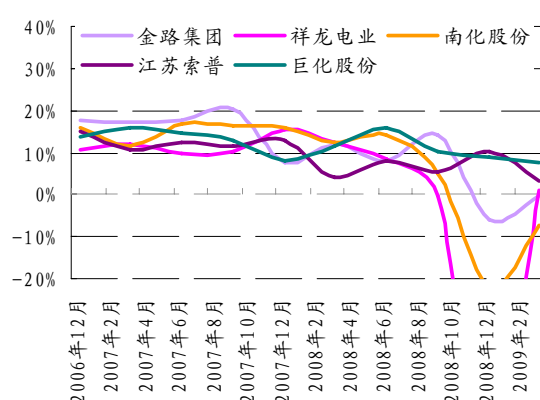
据有关统计, 2008 年烧碱产能达到 2472 万吨, 产量为 1852 万吨, PVC 产能达到 1581 万吨, 产量为 881 万吨, 从数据来看, 氯碱行业已经遭遇了严重的产能过剩。

目前氯碱行业在化工子行业中已经处于最底部, 全行业加权毛利率水平在 10% 以下, 不过分公司来看, 英力特、沈阳化工、中泰化学、氯碱化工和新疆天业 5 家公司 2009 年 1 季度毛利率居于前列, 由于沈阳化工氯碱收入占比略小, 西北三家依然处于强势地位, 而氯碱化工则在东部氯碱企业中一枝独秀。

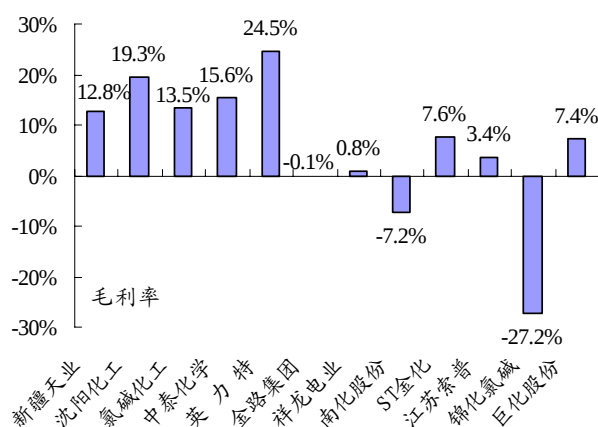
西北地区三家公司毛利率一直处于相对高位



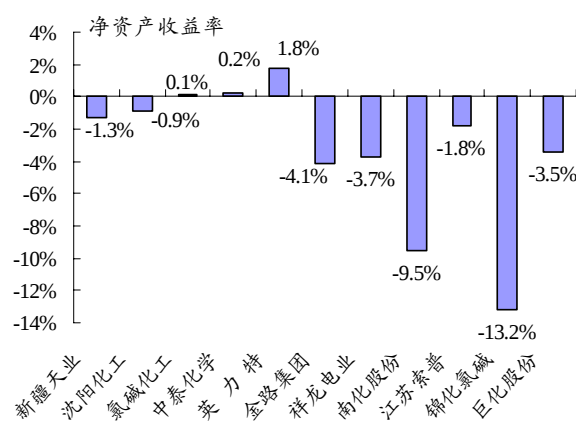
除西北以外的其他氯碱公司盈利能力稍差



2009 年 1 季度毛利率情况

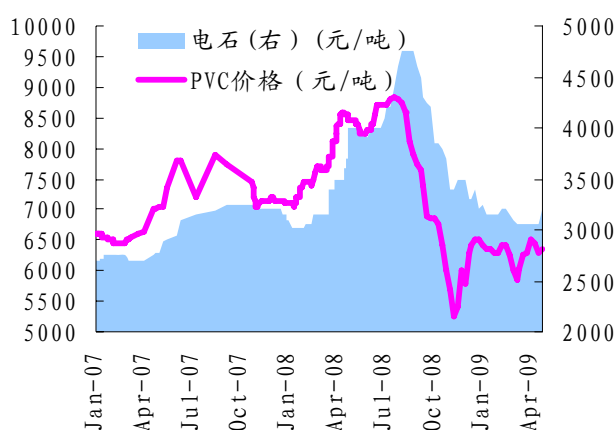


2009 年 1 季度净资产收益率情况

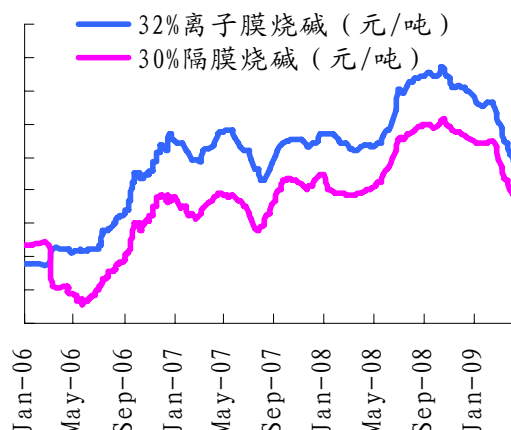


由于原油价格暴跌和经济危机的影响, PVC 价格从去年 8 月份的最高点接近 9000 元/吨下滑到 11 月份 5500 元/吨左右, 虽然目前产品价格已经从底部回升到 6300 元/吨, 但是电石价格跌幅有限造成绝大多数电石法氯碱企业亏损, 开工率不足和产能过剩也导致公司的收入锐减。1 季度收入同比和环比数据显示, 除了 ST 金化因去年停产的特殊原因外, 其他公司均出现了收入同比下滑的局面, 而环比数据中虽然金路集团、南化股份都有较大幅度的回升, 但是均是通过加大开工率来减少亏损所致。

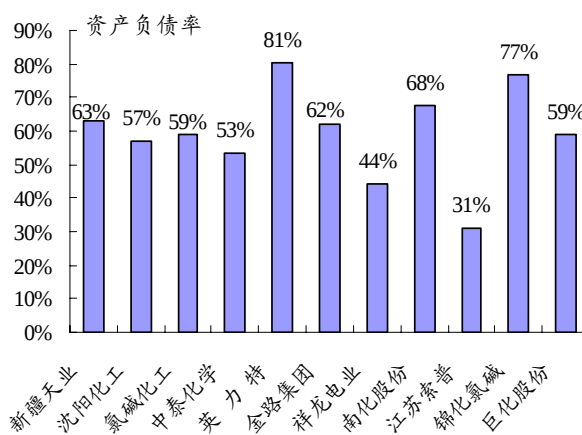
去年9月份以来 PVC 价格明显回调



烧碱价格近期疲软趋势明显



英力特负债率依旧较高



8月24日，英力特化工配股上市。公司配股募集资金净额4.63亿元。配股后，英力特化工的资产负债率将由79.77%下降到71.13%，权益乘数下降更快，由4.94倍下降到3.46倍。

氯碱公司季度收入和净利润情况

(百万元)	1Q2009 收入	季度收入 同比	季度收入 环比	1Q2009 净利润	4Q2008 净利润	1Q2008 净利润
新疆天业	673.91	-29.87%	-11.55%	-20.84	-126.54	50.43
沈阳化工	967.80	-36.94%	-26.59%	-25.26	-97.00	95.71
氯碱化工	1,158.44	-16.26%	-7.26%	3.41	-46.08	29.43
中泰化学	664.87	-10.89%	-0.23%	5.08	-78.75	53.98
英力特	345.60	-33.95%	-15.41%	6.92	-58.97	37.05
金路集团	366.25	-42.18%	28.01%	-44.12	-44.00	17.69
祥龙电业	132.37	-44.77%	10.34%	-23.72	-133.69	1.82
南化股份	301.29	-26.65%	42.09%	-67.01	-113.98	1.13
ST金化	285.34	3208.33%	17.14%	-3.87	-1,197.53	-47.06
江苏索普	156.18	-17.96%	-20.78%	-6.98	-0.30	-12.02

锦化氯碱	236.84	-57.89%	1458.96%	-119.63	-237.63	12.17
巨化股份	813.96	-40.82%	-11.56%	-66.55	-9.57	35.18

由于地处西北，新疆天业、中泰化学和英力特的销售费用率在所有氯碱公司中最高，祥龙电业和巨化股份管理费用率最高，由于负债率高达 75% 以上，锦化氯碱和英力特均承担了很高的财务费用，导致期间费用率高达 18% 以上。

表 2：氯碱公司 1 季度费用率情况

	营业费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率
新疆天业	6.30%	3.21%	5.37%	14.88%	12.83%
沈阳化工	2.02%	6.02%	2.00%	10.04%	19.33%
氯碱化工	2.59%	5.73%	3.87%	12.19%	13.51%
中泰化学	8.42%	3.55%	1.84%	13.82%	15.57%
英力特	3.78%	5.19%	8.21%	17.18%	24.47%
金路集团	2.34%	5.35%	3.95%	11.64%	-0.14%
祥龙电业	1.45%	13.68%	3.44%	18.57%	0.83%
南化股份	2.93%	8.61%	6.08%	17.61%	-7.22%
ST 金化	1.77%	3.79%	1.87%	7.43%	7.57%
江苏索普	3.01%	3.37%	0.60%	6.98%	3.42%
锦化氯碱	1.36%	8.46%	11.02%	20.84%	-27.19%
巨化股份	2.32%	10.51%	4.10%	16.94%	7.39%

企业短偿能力差异较大，其中新疆天业和英力特依然是压力最大和最小的公司；营运能力方面，中泰化学在应收账款的控制方面能力最强，而新疆天业的存货周转和应收账款周转情况最差。

表 3：1 季度氯碱公司短偿债能力比较

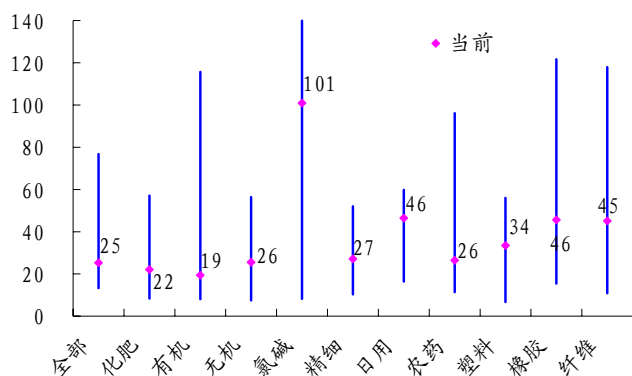
	流动比率			速动比率		
	2009-3-31	2008-12-31	2008-3-31	2009-3-31	2008-12-31	2008-3-31
新疆天业	1.00	0.96	1.00	0.96	1.00	0.96
沈阳化工	0.50	0.56	0.50	0.56	0.50	0.56
氯碱化工	0.76	0.79	0.76	0.79	0.76	0.79
中泰化学	0.53	0.47	0.53	0.47	0.53	0.47
英力特	0.36	0.34	0.36	0.34	0.36	0.34
金路集团	0.72	0.69	0.72	0.69	0.72	0.69
祥龙电业	0.95	0.82	0.95	0.82	0.95	0.82
南化股份	0.72	0.71	0.72	0.71	0.72	0.71
江苏索普	0.68	0.69	0.68	0.69	0.68	0.69
锦化氯碱	0.58	0.59	0.58	0.59	0.58	0.59
巨化股份	0.75	0.71	0.75	0.71	0.75	0.71

表 4: 1 季度氯碱公司营运能力比较

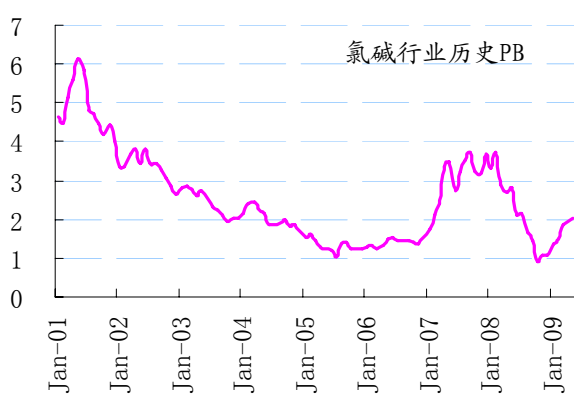
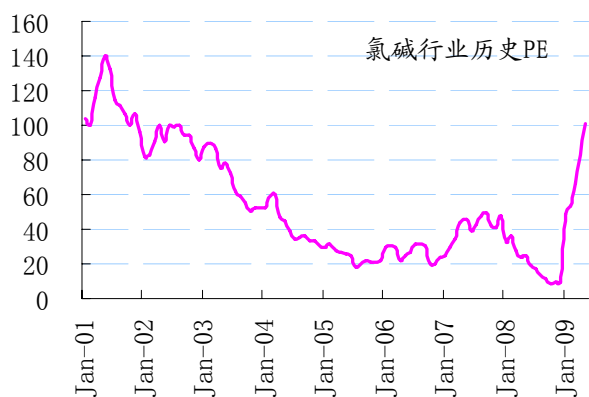
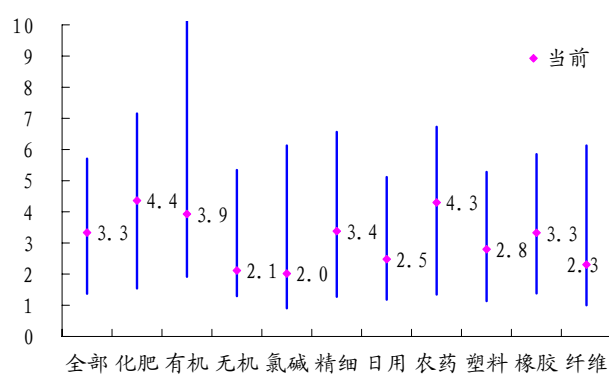
	存货周转天数			应收账款周转天数		
	2009-3-31	2008-12-31	2008-3-31	2009-3-31	2008-12-31	2008-3-31
新疆天业	156	121	127	60	43	35
沈阳化工	36	25	36	13	8	9
氯碱化工	43	32	35	18	14	20
中泰化学	26	16	30	5	4	6
英力特	79	41	34	11	5	10
金路集团	137	93	71	6	3	5
祥龙电业	57	42	51	30	22	20
南化股份	40	34	41	16	14	20
江苏索普	22	19	19	13	14	20
锦化氯碱	26	25	28	14	7	6
巨化股份	29	19	-	12	6	6

从行业估值角度判断，目前氯碱行业公司 PE 已经处于高位区域，而 PB 则基本上回到较为合理的水平，估值的不同也证明氯碱的行业发展到了一个较为尴尬的境地，前几年依靠进口缓解需求的局面已经完全改观，而时下国内供需的严重失衡也导致行业周期性加重，整个氯碱企业至少会在两年内在低谷徘徊。

PE 估值处于高位



PB 估值较为合理



2. 重点公司分析

2.1. 业绩弹性分析

表 5: PVC 价格变化弹性分析

名称	代码	股本: 万股	PVC 产能: 万吨	2008 年预计 PVC 产量: 万吨	PVC 涨价 100 元对 EPS 的增加值	PVC 价格变动 2%对 EPS 的增加值
新疆天业	600075	43859	32	27.2	0.042	0.057
中泰化学	002092	53686	48	42	0.053	0.072
英力特化工	000635	17706	28	22.4	0.087	0.116
氯碱化工	600618	115640	48	43.2	0.026	0.034

从表 5 来看, 显然英力特化工的弹性最大, 其次是中泰化学。由于有新增产能释放, 2010 年中泰化学的弹性将比表 5 计算的更大。

2.2. 新疆天业 (600075) ——中性

2009 年上半年, 国内氯碱行业遭遇 2003 年以来最困难的经营环境。公司实现收入 14.06 亿元, 同比下降 30.41%; 实现营业利润-1701 万元, 同比下降 109%; 净利润-2252 万元, 同比下降 116%。在其他业务中, 塑料制品由于节水业务收缩, 盈利能力下降很快。柠檬酸业务今年量价齐跌, 对营业利润负贡献。综合分析, 公司处于经营低谷期。

目前市净率 2.3 倍, 预计 2009、2010 年业绩为 0.05、0.20 元, 2010 年动态市盈率 41 倍。我们建议以 2.5 倍市净率对公司估值, 给予 9 元目标价及中性评级。

2.3. 中泰化学 (002092) ——中性

2009 年中报, 公司实现营业收入 16 亿元, 完成年计划的 46.28%, 同比下降 7.53%; 实现净利润 2,979 万元, 完成年计划的 27.54%, 同比下降 80.12%。中期 EPS 为 0.055 元。

公司主要产品 PVC 产量 23.30 万吨, 完成年计划的 55.46%, 同比增长 10.83%。之所以能取得这样的成绩, 源自公司保持满负荷生产, 加大了疆外市场的开发力度, 由此增加了 PVC 销量 64,228 吨, 增长率 68.5%, 较去年同期订单量增长 13.8%。主要原材料电石的供应价格较为平稳, 疆内平均价格在 2700-2800 元/吨。疆外平均到厂价在 3000-3100 元/吨。

目前, 公司的新建产能项目新疆中泰矿冶有限公司 50 万吨/年电石一期 20 万吨/

年电石项目、阜康市博达焦化有限责任公司 24 万吨捣固焦项目均已建成，进入试生产阶段。华泰公司二期 36 万吨/年聚氯乙烯树脂配套 30 万吨/年离子膜烧碱项目、托克逊县中泰化学盐化 50 万吨/年电石一期 30 万吨/年电石项目建设正在按计划稳步向前推进。

公司 2×13.5 万千瓦时的两台热电机组将分别于 10 年第一季度和第二季度投产，若实际发电成本如预测值 0.19 元/度，以 6000 小时发电时间计算，年可节约成本约 3.08 亿元，增厚业绩约 0.46 元。

公司控制权正在由中国化工集团转到新疆国资委。股权划转完成后，新疆国资委直接及间接共持有中泰化学 129,202,302 股国有股权，占中泰化学总股份的 24.07%。目前股权划转资料已报至国务院国资委，尚在审批中。控制权的转移对于公司未来的发展非常有利。公司不论是在获得开发煤炭资源的其他资源上，以及与疆外有实力企业的合作上，都会得到自治区政府的强力支持。

公司在奇台县拥有的 147 亿吨煤炭资源是公司获得煤炭行业高估值的基础。我们从保守的测算角度，假设建立 1000 万吨产能，参照淖毛湖农场煤矿普查报告的数据，估算每股含有的潜在储量价值为 5.2 元。

即使预测公司 2010 年业绩为 0.65 元，公司对应 2010 年动态市盈率也达到 26 倍。目前公司市净率在 3.6 倍，已经反映了煤炭资源的价值。我们建议对 PVC 业务和煤炭资源分类估值，PVC 业务给予 2.5 倍市净率，煤炭资源按照我们给予的 5.2 元，合并后对应的目标价对公司估值 16.78 元，给予中性评级。

2.4. 英力特化工（000635）——谨慎增持

在获得配股后，英力特化工的资产负债率将由 79.77% 下降到 71.13%，权益乘数下降更快，由 4.94 倍下降到 3.46 倍。由于偿还 6 亿元银行借款，财务费用得到控制；股份公司收购了西部氯碱的 40.76% 股权，权益 PVC 产能大幅增长。我们预期公司 2010 年业绩为 0.90 元。同时，公司存在国电电力集团继续装入煤炭资源的预期。因此，我们给予公司 20 元目标价和谨慎增持评级。

海螺型材（000619）属于建材类上市公司。由于它是 PVC 行业重要的直接的下游客户，与 PVC 行业的冷暖密切相关，因此，我们也做了长期跟踪。今年以来，由于 PVC 价格同比大幅下降，而国内房地产市场异常火爆，以华东为代表的国内型材市场复苏强烈。困扰行业龙头海螺型材的老问题，行业集中度低的问题由于小厂不具备开工的能力和决心和得到改善，公司的毛利水平大幅回升，业绩呈现同比持续高速增长。我们预测 2009、2010 年 EPS 为 0.60、0.70 元，给予 2010 年 20 倍市盈率估值，目标 14 元，建议增持。

重点公司盈利预测

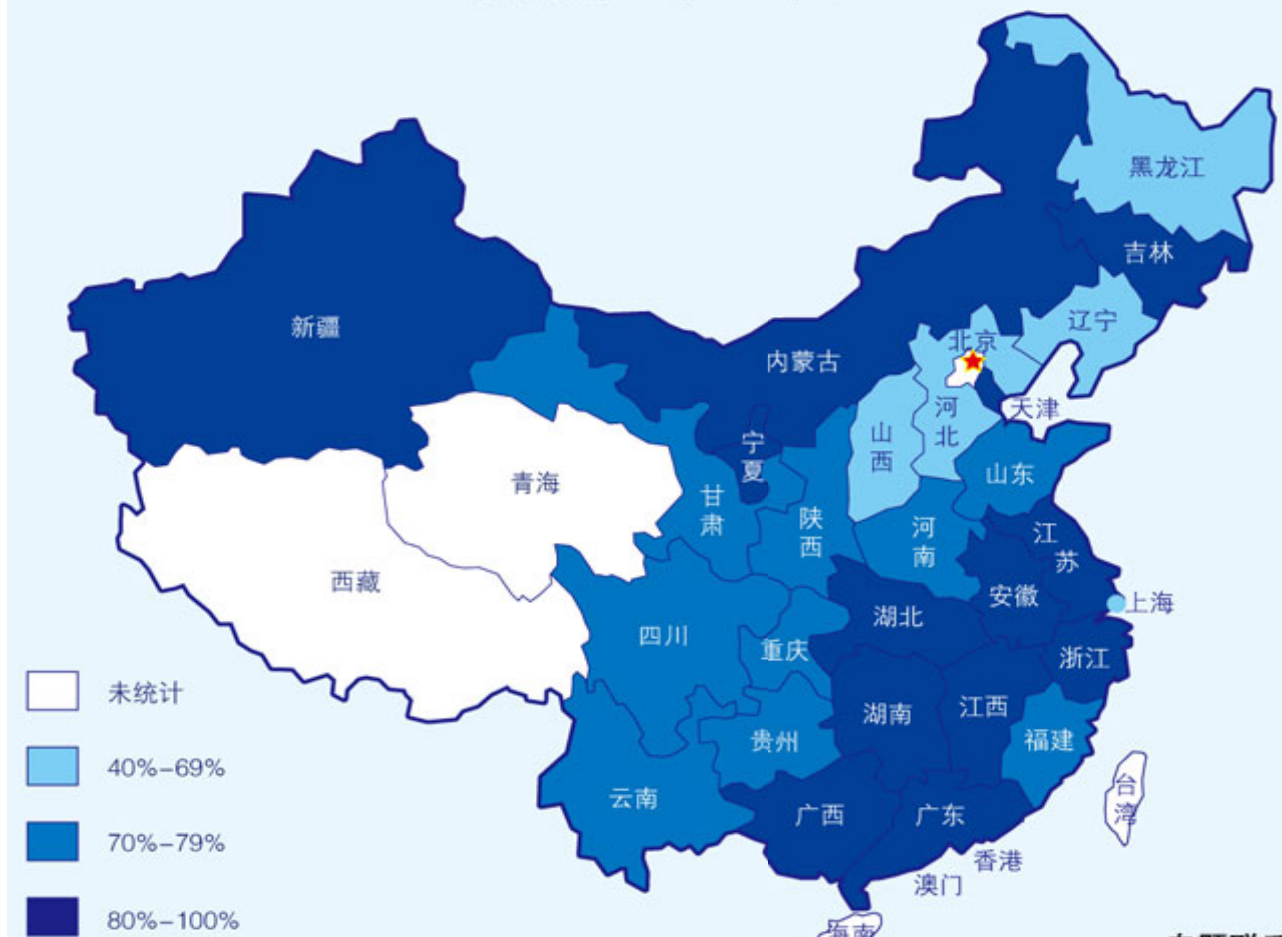
公司	代码	股价 2009-8-28	PB	EPS (元)			PE (x)			评级
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
新疆天业	600075	8.75	2.4	0.13	0.05	0.22	67	175	40	中性
中泰化学	002092	16.62	3.6	0.23	0.20	0.65	73	83	26	中性
英力特	000635	17.48	3.6	0.24	0.20	0.90	73	87	19	谨慎增持
沈阳化工	000698	8.01	1.9	0.69	0.10	0.45	12	80	18	谨慎增持
海螺型材	000619	12.29	2.5	0.20	0.60	0.70	61	20	18	增持

数据来源：国泰君安证券

附注:

烧碱装置开工率地区分布情况图

统计数据截止日期：2009年5月15日



作者简介:

杨伟: 2000年3月毕业于浙江大学, 工学硕士。先后任职于中石化上海石油化工研究院、华夏证券研究所、中信建投证券研究发展部、国泰君安证券研究所, 现任国泰君安证券销售交易总部石油石化行业分析师。2008年新财富“石化行业最佳分析师”入围。

免责声明

本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。

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, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com