

2009.9.18

找基础、搭框架、“盖高楼”

——石油化工行业 2009 年四季度投资策略

张延明

86-22-2845 1653

zhangym@hbzq.com

- 核心观点:**
- 投资逻辑: 找基础—搭框架—“盖高楼”
 - 买入中国石化、英力特、中泰化学、陕天然气
 - 原油价格可能在4季度末出现超预期上涨

投资要点:

对于第四季度而言,我们认为股市对经济复苏的预期更为强烈,而对货币流通性的憧憬则相对黯淡(毕竟对流动性的想象已几无空间),我们的投资逻辑是寻找行业增长的基础,在此基础上搭建盈利框架,最后寻找投资标的。

- **找基础:** 就石化产业链而言,我们关注三块,即成品油定价趋于市场化是炼油企业盈利的基础、原油价格上涨是电石法 PVC 胜出的基础、内生提价是看好天然气的基础。而这三个基础中,我们认为后两者的基础在未来较长一段时间依然存在,而当原油上涨至 80 美元/桶以上时,新成品油定价机制所带来的影响将边际递减。

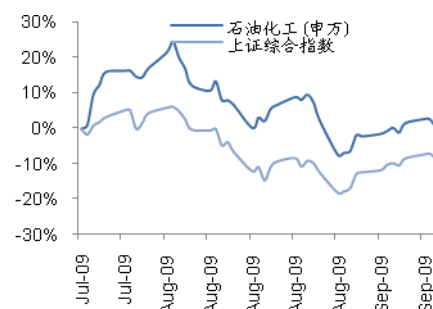
- **搭框架:** 炼油的盈利取决于原油与炼油的博弈,虽然我们认为原油价格的上行趋势不变,但仅就四季度大部分时间而言,原油价格依然处于 80 美元/桶下方;一体化电石法 PVC 业绩高弹性,一体化电石法 PVC 生产商的利润将随原油价格上升呈自下而上的楔形扩大趋势,主要由于后端销售价格比前端要素价格变动更富有弹性,即变与不变各一端;天然气行业将受益于行业各环节提价。

- **“盖高楼”:** 依然看好国内大型炼油商,中国石化;一体化电石法生产商,英力特和中泰化学;具有区域垄断性的管输企业,陕天然气。

- **投资策略:** 买入中国石化、英力特、中泰化学、陕天然气。

- 尽管从行业数据方面,石化行业在第四季度出现超预期的可能性并不大,但我们认为最可能超预期的是原油价格,特别是四季度末。

子行业评级	
子行业名称	评级
原油勘探	买入
炼油	买入
天然气	买入
PVC	买入
推荐公司	
公司名称	评级
中国石化	买入
英力特	买入
中泰化学	买入
陕天然气	买入



相关报告

2009.3.31 蛰伏待机

2009.6.15 一体两翼,展翅飞翔

2009.8.21 变与不变各一端

目 录

1.投资策略逻辑：找基础、搭框架、“盖高楼”.....	4
2.找基础.....	4
2.1 成品油定价趋于市场化是炼油企业盈利的基础.....	5
2.2 原油价格上涨是电石法 PVC 胜出的基础	6
2.3 内生提价是看好天然气的基础	8
3.搭框架	9
3.1 炼油：原油与炼油的博弈	9
3.2PVC：变与不变各一端.....	12
3.3 天然气：受益于各环节提价.....	14
4. 盖高楼	15
4.1 中国石化：炼油拐点确立下的投资机会	15
4.2 英力特&中泰化学：业绩高弹性.....	15
4.3 陕天然气：具有区域垄断性.....	17
5. 投资策略	18

图目录

图 1: 石化行业产业链框架图	5
图 2: 历年国内汽柴油调价示意图	5
图 3: 国内外汽柴油溢价率	6
图 4: 中国石化历年炼油毛利率	6
图 5: 全球 PVC 生产种类分布	7
图 6: WTI 原油价格与乙烯价格走势	7
图 7: 乙烯法 PVC 成本构成	8
图 8: 乙烯法 PVC 价差	8
图 9: 国内天然气需求预测	9
图 10: 国内原油对外依存度、产量及增速	10
图 11: 国内汽柴油产量	10
图 12: 国际炼油价差	11
图 13: 国内外汽油价格对比	11
图 14: 国内外柴油价格对比	12
图 15: 国内 PVC 生产构成	12
图 16: 电石法与乙烯法 PVC 成本构成	13
图 17: 电石价格走势	13
图 18: 乙烯价格走势	14
图 19: 国内天然气价格形成机制	15
图 20: 上市公司 PVC 业务毛利率比较	16

表目录

表 1: 国产气与进口气价格对比(以上海为例)	9
表 2: 电石法 PVC 成本敏感性分析	14

1.投资策略逻辑：找基础、搭框架、“盖高楼”

行情回顾

现象：急涨急跌。就目前来看，自去年 10 月底以来，行情经历了倒 V 型走势。股指从 1665 点上涨至 3478 点，上涨了 109%，大体上讲主要受国家出台的经济刺激计划及与之配合的信贷额度的大量投放影响；而在股指达到 3478 点之后，急转之下，快速下跌到 2700 点附近，下跌了 22.3%。

理解：理性还是非理性？当股指逼近 3500 点时，市场选择了下跌。从资金面上讲，流动性可以说在上半年已释放完毕了，对未来增量的想象空间已十分有限，利率也处于底部区域，再向下也没有空间了，总体来讲，通过政策推动流动性增长的动力已经衰竭(尽管流动性依然充裕)；从估值角度讲，此时的 PE 水平在 25X-28X，已经处于合理水平，股价已经不很便宜，所以对投资的吸引力并不十分突出；从获利盘看，获利已经相当丰厚，所以在前二者都不具有吸引力的情况下，部分筹码选择获利了解其实是理性的选择。

投资策略逻辑

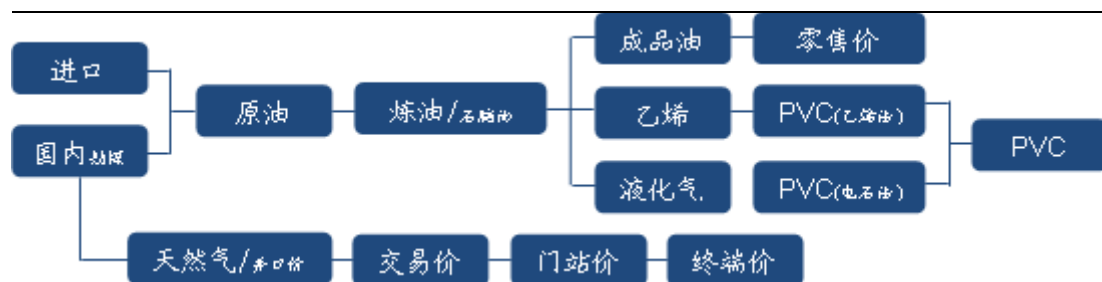
A 股仍然是世界公认的具有投资吸引力的市场，否则热钱不会流入如此之快！石化行业深陷其中，自然也受益良多。

在投资市场仍然具有吸引力的前提下，跌的时候需要信心！在下跌的时候，面对目前的状况，我们的投资策略逻辑可以概括为：找基础、搭框架、“盖高楼”，简言之就是寻找行业增长的基础(找基础)，在此基础上寻找未来几年能稳定获得高收益的子行业(搭框架)，最后在这些子行业中寻找优质公司作为投资标的(“盖高楼”)。

2.找基础

我们的基础主要围绕着石化行业展开，所以我们需要先了解范围内产业链的状况，从而进行选择。

图 1: 石化行业产业链框架图



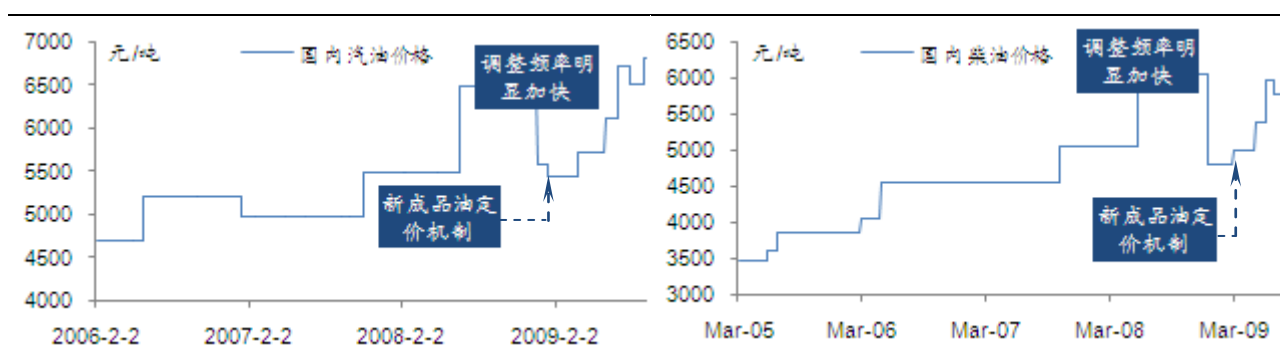
资料来源：渤海证券研究所

2.1 成品油定价趋于市场化是炼油企业盈利的基础

一直以来，国内成品油价格主要由发改委制定。2009 年 1 月 15 日之前，由于发改委并没有根据成品油生产成本进行定价，所以国内成品油价格一度与原油价格倒挂，从而造成国内炼油企业亏损。自 2009 年 1 月 15 日起，国家发改委决定实施新成品油定价机制，按照此新定价机制，原油价格在 80 美元/桶以下，发改委将执行成本定价法，保证炼油企业的毛利率水平，而原油价格到 80 美元/桶以上，将逐渐扣减毛利润。

从历年国内汽柴油调价示意图可以清楚的看到，从执行新成品油定价机制以来，发改委根据原油价格的变动调整成品油价格的频率明显加快，从而反映出成品油定价较以前更趋于市场化。

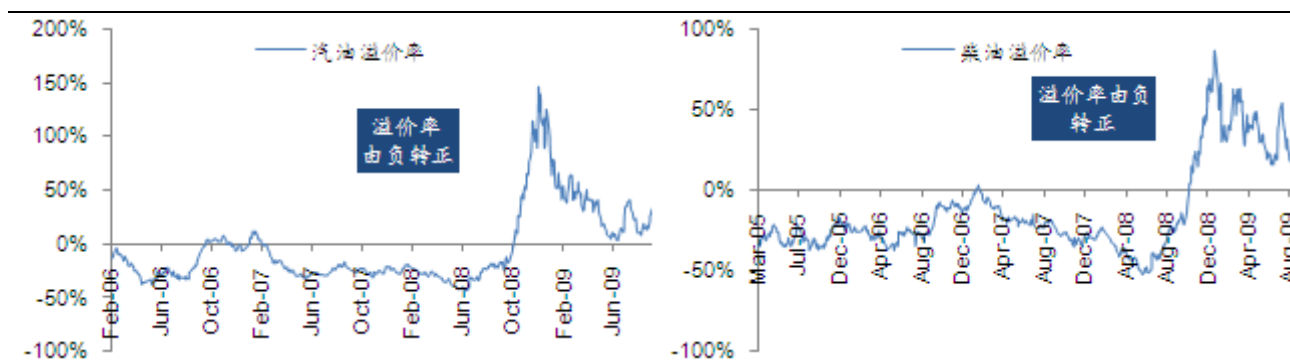
图 2: 历年国内汽柴油调价示意图



资料来源：渤海证券研究所

趋于市场化定价，对于国内炼油企业来讲，可以说是翻天覆地的变化，炼油企业的炼油业务的毛利率将由负转正。仅从价格对比分析国内与国外汽柴油价格溢价率来看，自从新机制执行以来，国内成品油价格相对国外平均价格来讲，出现一定幅度的溢价，从而反映国内炼油企业的盈利能力的恢复。

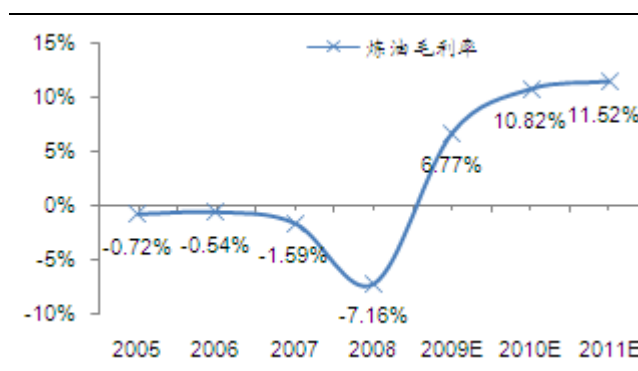
图 3: 国内外汽柴油溢价率



资料来源: 渤海证券研究所, 化工在线

中国石化是国内最大的炼油企业, 所以其炼油毛利率具有较强的代表性。从历年情况来看, 2005-2008 年间, 其炼油毛利率均为负, 而我们预计, 从 2009 年起, 按照新成品油定价机制, 其炼油毛利率将由负转正, 从而提高其盈利水平。

图 4: 中国石化历年炼油毛利率



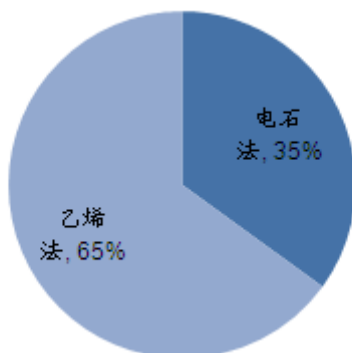
资料来源: 公司资料

总体来说, 成品油定价趋于市场化是炼油企业盈利的基础, 而无论成品油价格的上调还是下调。如果因原油价格下跌而导致国内成品油价格下调, 可以中性对待, 并不是利空, 因为只是将炼油企业的超额收益向正常利润转变, 而我们的预计也总是在正常利润情况下进行的。

2.2 原油价格上涨是电石法 PVC 胜出的基础

从全球范围来看, 全球 PVC 生产中, 乙烯法占 65%, 而电石法占 35%, 所以, 这就决定全球 PVC 定价主要以乙烯法为主。由于乙烯主要是从原油而来, 所以其价格与原油价格的变动相关性很强。

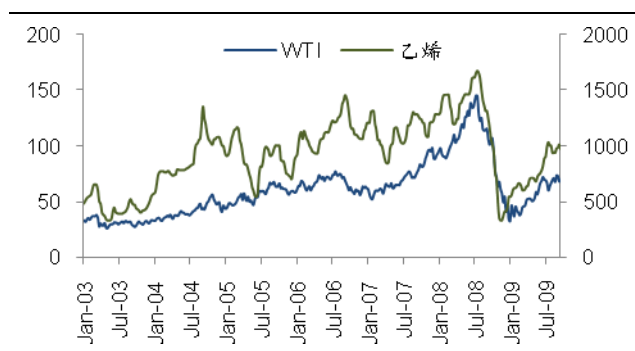
图 5：全球 PVC 生产种类分布



资料来源：渤海证券研究所

由于乙烯主要是从原油而来，所以其价格与原油价格的变动相关性很强。分析 2003 年至今的数据，两者的相关性数达到了 0.79，从 2003 年至 2008 年 7 月，原油价格达到历史高点的这段区间，两者的相关系数达到了 0.82，下跌阶段两者的相关系数达到了 0.87。

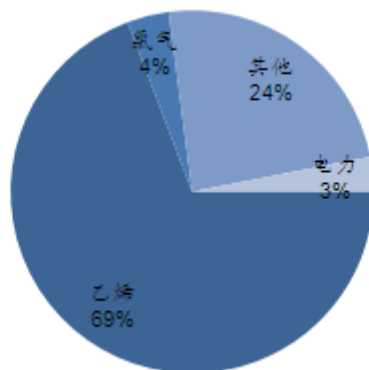
图 6：WTI 原油价格与乙烯价格走势



资料来源：Bloomberg

从乙烯法生产成本构成看，乙烯占其成本的 69%，所以原油价格的上涨必然推动 PVC 价格的上涨，这源于成本推动。

图 7：乙烯法 PVC 成本构成

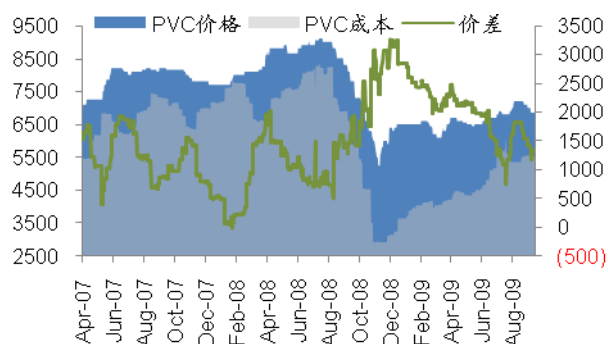


资料来源：Wind

对于原油价格而言，我们坚信原油价格一定会创出历史新高，原油价格的上行趋势已不可更改。但就 4 季度本身而言，我们依然维持 4 月初给予的判断，预计在 60-85 美元/桶之间徘徊。

乙烯受原油价格上升而上升，乙烯法 PVC 生产成本也大幅上升，从而使得价差有所回落。

图 8：乙烯法 PVC 价差

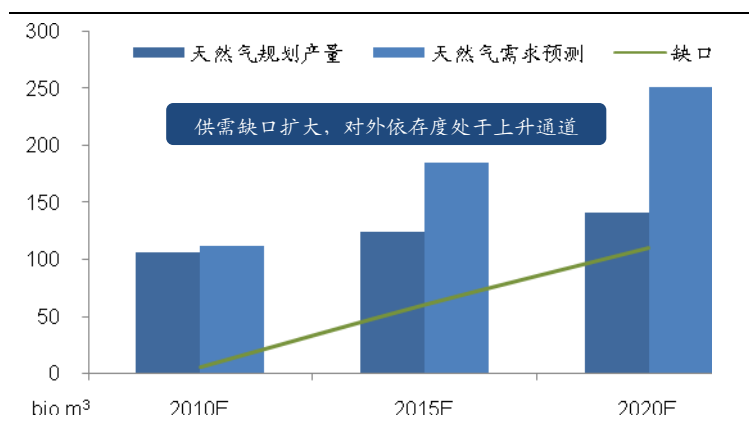


资料来源：化工在线，渤海证券研究所

2.3 内生提价是看好天然气的基础

我国对进口天然气的依赖逐年增加，这是导致国内天然气价格内生提价的动因。根据国家发改委预测，我国对天然气的需求将在未来 10-20 年快速增长，供需缺口将会逐年扩大，预计 2015 年和 2020 年供需缺口将会达到 600 亿立方和 1100 亿立方，对外依存度从 32% 上升至 44%。

图 9：国内天然气需求预测



资料来源：国家发改委

目前，国内面临的问题是国产气与进口气价格相差悬殊，从而在对外依赖度逐年提高的情况下，内生提价的动能十分强劲。

表 1：国产气与进口气价格对比(以上海为例)

名称	气源	属性	门站价格(元/立方)	终端用户价格
西气东输一线	塔里木油田等	国产气	1.40	2.40*
西气东输二线	土库曼斯坦	进口气	2.84	3.84*

资料来源：渤海证券研究所(*：加上 1 元/立方为配气费)

从最近中石化川气东送的出厂价定价情况看，提价已经开始，并且川气价格可能成为中国未来天然气价格走向的一个风向标。中石化已于上周下发文件，将川气东送天然气出厂价定在 1.408 元/立方米，而按照此前公开的数据，西气东输一线三档出厂价的平均价为 0.693 元/立方米，而川气 1.408 元/立方米的价格整整比上述均价高出了 103%。考虑到管输费用，川气到达终端用户后的价格无疑会更高。以上海为例，如果以最高出厂限价 1.408 元/立方米来计算，川气送到上海的门站价格应为 2.248 元/立方米。即使按此价格计算，相比进口气而言，依然具有价格优势。

3.搭框架

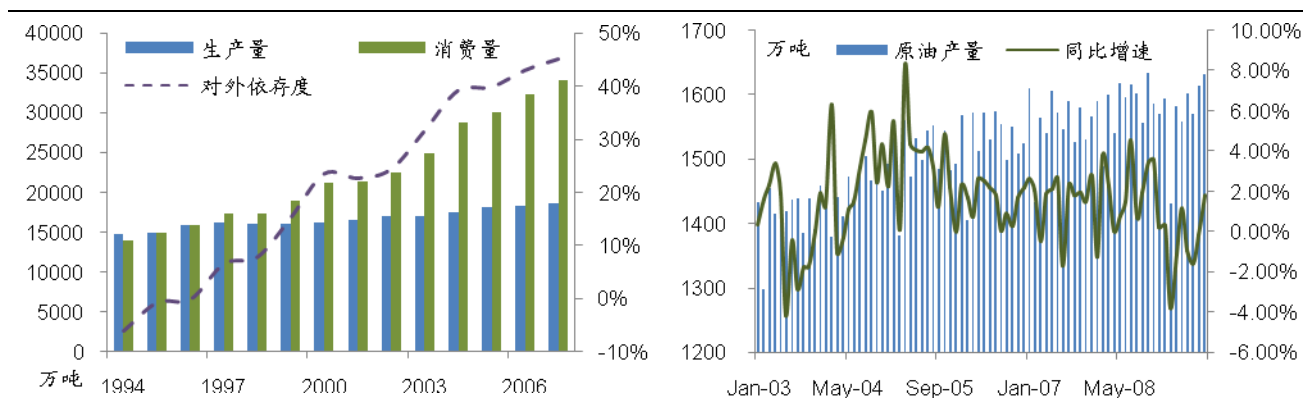
3.1 炼油：原油与炼油的博弈

如前所述，发改委严格执行新成品油定价机制，是国内炼油企业保持盈利的基础所在。但从今年以来的 6 次调价情况来看，有 2 次发改委调价相对市场预期滞后，

所以给投资者对发改委是否能够严格执行新成品油定价机制表示担忧。但实际上，目前国内正处于资源品价格改革的过渡阶段，总体趋势肯定是市场化的方向，要到真正的市场化，估计还有很长一段时间。而资源品价格向市场化方向迈进，实际上也是市场经济的发展所决定的。

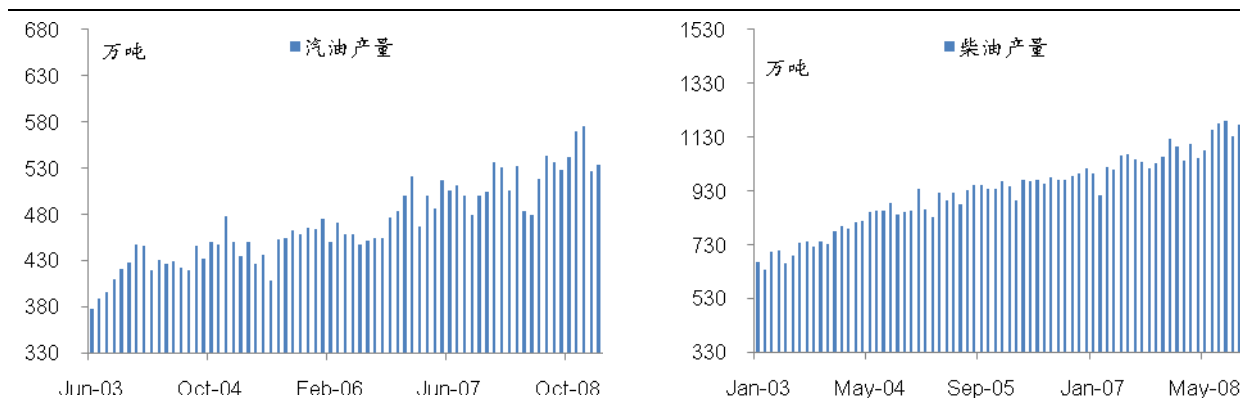
国内原油的产量相对保持平稳，而炼油量却得到提升，这也就意味着国内对原油的依赖度逐渐提高，而且随着国内经济复苏，这种局面会突显出来。

图 10: 国内原油对外依存度、产量及增速



资料来源: Wind

图 11: 国内汽柴油产量

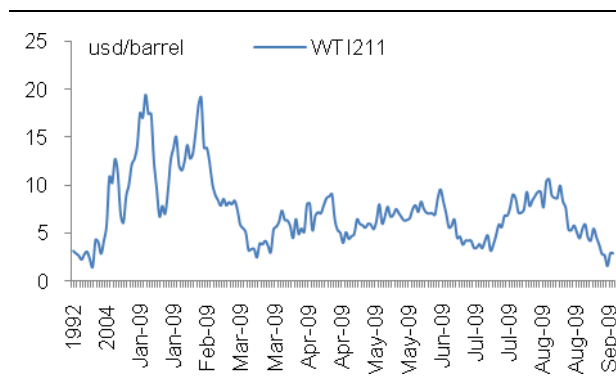


资料来源: Wind

由于国内炼厂的利润不能直接观察，所以我们借助于国际炼油价差及国内成品油价格与国际成品油价格对比来观察。

从最近的国际炼油价差来看，每桶价差为 2.65 美元左右，而前期的价差达到了 10.61 美元/桶的水平。

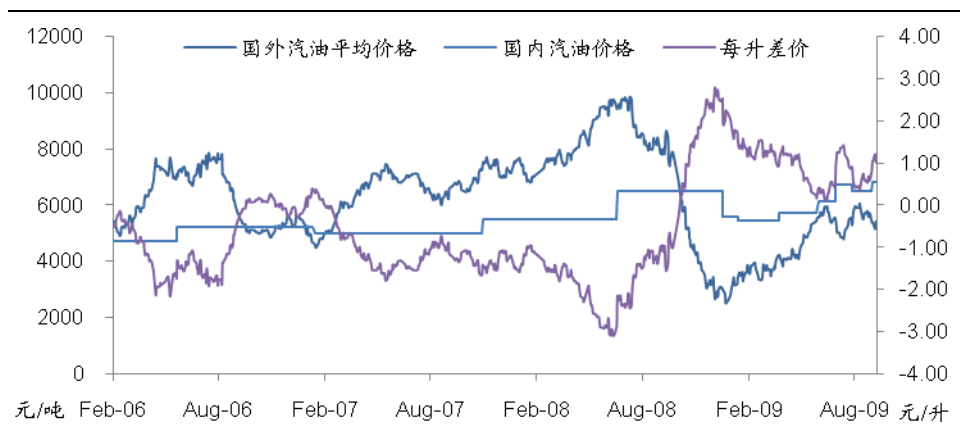
图 12: 国际炼油价差



资料来源: Bloomberg

对比国内与国际成品油价格, 目前, 汽油价格相对溢价率为 25.57%, 相当于每升差价为 1.00 元, 而今年自实施新成品油定价机制以来, 汽油价格的相对溢价率为 30%, 应该说目前的状况保持在合理水平。

图 13: 国内外汽油价格对比



资料来源: Wind

目前, 柴油价格相对溢价率为 34.10%, 相当于每升差价为 1.31 元, 而今年自实施新成品油定价机制以来, 柴油价格的相对溢价率为 36.27%, 也可以说目前的状况保持在合理水平。

图 14: 国内外柴油价格对比



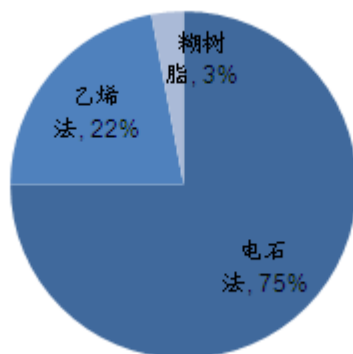
资料来源: Wind

3.2PVC: 变与不变各一端

与此前笔者撰写的PVC行业专题报告的观点一样,我们对国内一体化电石法PVC的看法是变与不变各一端。

如前所述,全球范围内,PVC定价依然随原油价格变动而变动,但国内75%以上的PVC是电石法生产的。大大

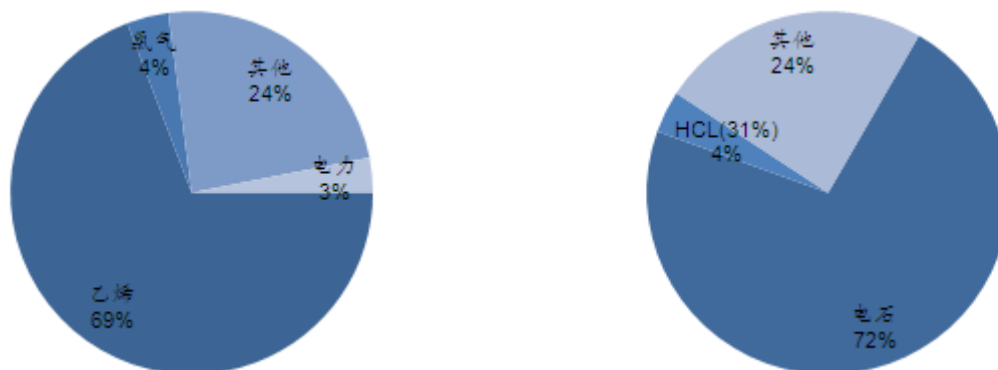
图 15: 国内 PVC 生产构成



资料来源: 渤海证券研究所

电石法与乙烯法 PVC 的竞争主要在成本竞争,而由于国内以电石法为主,所以我们更关心电石法 PVC 的竞争优势。从电石法与乙烯法生产成本构成来看,乙烯占乙烯法成本的 69%,所以其成本与销售价格将随是同向变化,并且幅度相当;而电石法成本构成中,电石占 72%,而电石的成本构成中,主要以电力为主,所以拥有电力自给的公司,其成本弹性将远远小于价格的弹性。

图 16: 电石法与乙烯法 PVC 成本构成

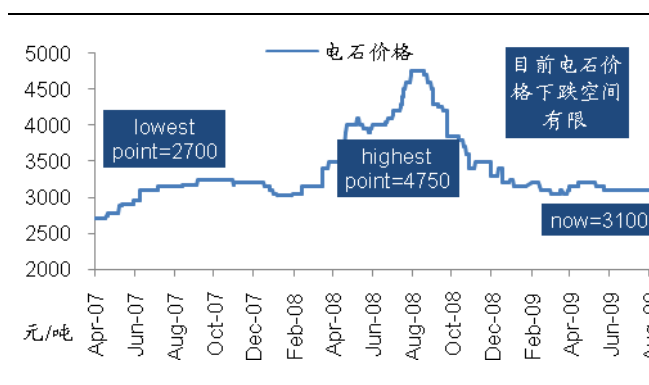


资料来源: 渤海证券研究所

如果两者成本要素价格均按市场化价格计算, 电石法成本并不比乙烯法有竞争优势。

从 2007 年 4 月以来的数据看, 电石的最高价出现在 2008 年 8 月中旬, 价格为 4750 元/吨, 最低价格为 2700 元/吨, 相对目前 3100 元/吨的价格而言, 电石价格依然处于底部区域, 未来下跌的空间将十分有限。如果电石价格上涨到 4750 元/吨, 那么其成本将增长到 8600 元/吨的水平, 但对于拥有一体化的企业来讲, 其成本较此水平低很多。当然电石价格上涨到如此高的水平, 仍然需要时间。

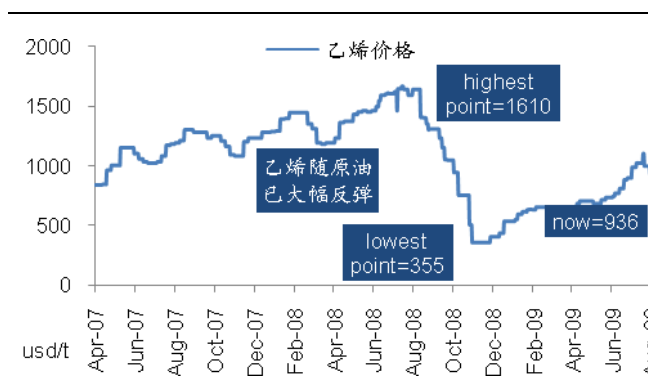
图 17: 电石价格走势



资料来源: 化工在线, 渤海证券研究所

从 2007 年 4 月以来的数据看, 乙烯的最高价出现在 2008 年 7 月中旬, 价格为 1670 美元/吨, 最低价格为 355 美元/吨。如果乙烯价格上涨至 1670 美元/吨, 乙烯法 PVC 成本为 8300 元/吨左右。

图 18: 乙烯价格走势



资料来源: 化工在线

但对于一体化企业而言, 其成本却可以大幅下降, 特别是拥有热电资产的企业。通过电石法 PVC 成本敏感性分析可以看到, 对一体化公司而言, 其成本将大幅下降, 当电价(不含税价)为 0.20 元/千瓦时, 吨 PVC 成本为 4855 元/吨, 电价每上涨 0.05 元/千瓦时, 吨 PVC 成本上升 288 元/吨。

表 2: 电石法 PVC 成本敏感性分析

		电价			
(不含税价)	0.20	0.25	0.30	0.35	
(含税价)	0.23	0.29	0.35	0.41	
电石成本	2152.60	2351.50	2550.40	2749.30	
PVC 成本	4855.27	5143.68	5432.08	5720.49	

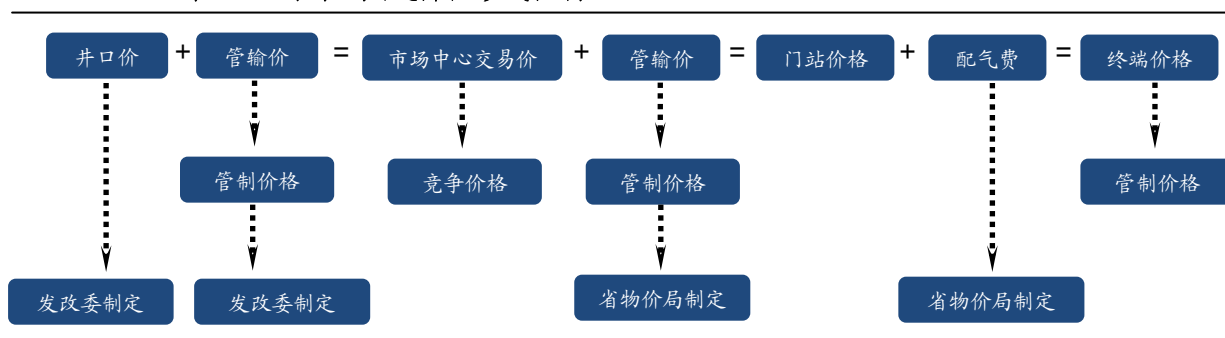
资料来源: 渤海证券研究所

而且国内大部分电石法 PVC 生产商处于西部地区, 拥有便宜的煤炭资源。根据以往年度的情况观察, 其煤炭价格的弹性并不如所观测到的市场价格的弹性强。所以, 在此框架下, 国内一体化电石法 PVC 生产商的利润将呈自下而上的楔形扩大趋势, 正如我们的题目而言, 变与不变各一端, 即后端销售价格比前端要素价格变动更富有弹性。

3.3 天然气: 受益于各环节提价

如前所述, 天然气内生性提价是必然。而从国内天然气价格形成机制来看, 从井口价到终端价, 中间涉及很多环节, 所以提价除了井口价之外, 还包括管输价和配气费等中间环节的收费环节。

图 19: 国内天然气价格形成机制



资料来源：国家发改委

由于国内天然气生产相对集中，主要集中于中石油、中海油、中石化，而中国石油占比明显较高，所以井口价格的提高最受益的是中国石油。管输费用的提高将有助于提高负责天然气管输企业的盈利水平。

4. 盖高楼

4.1 中国石化：炼油拐点确立下的投资机会

目前，新成品油定价机制所产生的炼油盈利拐点依然存在，中国石化作为国内最大的炼油厂商，自然受益良多，仅就四季度而言，我们认为原油价格在大部分的时间内依然在 80 美元/桶下方运行，所以其投资机会仍在。但需要注意的是，如果原油价格挺上 80 美元/桶，按新成品油定价机制，炼油毛利将会被压缩，从而投资机会将逐渐丧失。

我们预计中国石化 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.80 元/股、0.94 元/股，目标价 17 元。

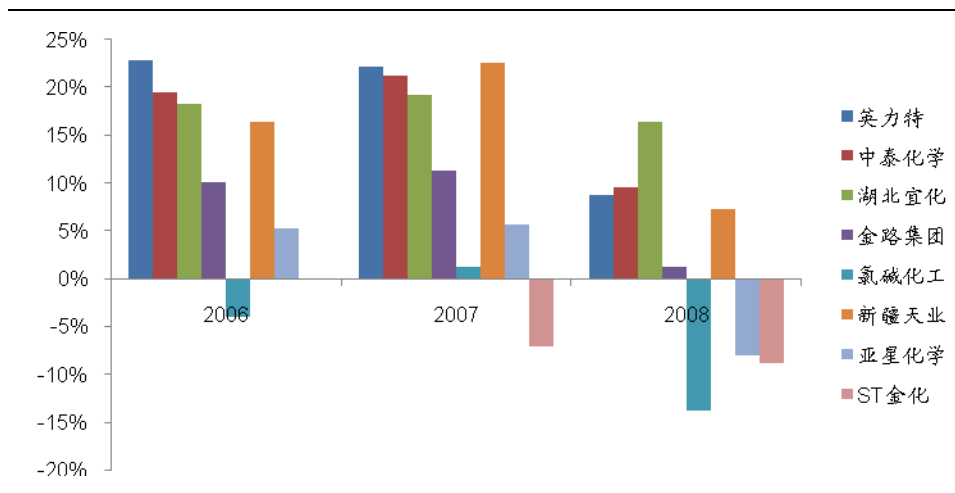
4.2 英力特&中泰化学：业绩高弹性

如前文所述，一体化电石法 PVC 企业未来的盈利能力将呈楔形趋势。而 A 股 PVC 企业中，我们主要看好英力特和中泰化学，从对比相关上市公司历年的毛利率情况就可以看到。

A 股上市公司中生产 PVC 的企业主要有 8 家，对比 2006-2008 年各公司 PVC 的毛利率，我们可以清楚的看到，始终居于前面的上市公司主要有：英力特、中泰化学、新疆天业、湖北宜化，而金路集团、氯碱化工、亚星化学、ST 金化的 PVC

产品的毛利率水平处于行业较低水平。

图 20：上市公司 PVC 业务毛利率比较



资料来源：各公司年报

英力特是一家以电力、热力的生产和销售，氯碱、氰胺类产品的生产经营为主业的公司。公司现有发电装机容量 400MW，年发电量 27.5 亿千瓦时。公司年产电石 50 万吨、聚氯乙烯 27.5 万吨、烧碱 21 万吨、石灰氮 9 万吨、双氰胺 1 万吨。公司上下游产品连接紧密，自成系列。拥有矿山、发电厂，以电石法为原料的气化、固化深加工产品的两条配套生产链，电力资源、矿山资源，较之于全国同行成本相对低廉，有较强的竞争优势。

我们认为公司最大的竞争在于其电力成本低，公司发电成本大约在 0.19-0.20 元/千瓦时(不含税价)，每年发电约 28 亿度，发电小时数约 7000 小时，供自己用电约 91%。

我们预计公司配股完后成，2009、2010 年的 EPS 分别为 0.43、0.88 元/股，按 25XPE 估值，公司的合理股价为 22 元/股。

中泰化学是全国大型氯碱化工企业之一，公司主营聚氯乙烯树脂、离子膜烧碱、盐酸等氯碱化工产品。目前公司生产能力为年产 46 万吨聚氯乙烯树脂、35 万吨离子膜烧碱。

未来几年，公司的聚氯乙烯树脂和离子膜烧碱的生产规模将呈倍数上涨，主要体现在两个方面：

- 1、2008 年 4 月开工建设总投资 39.87 亿元的华泰公司二期工程，建设项目包括 36 万吨/年聚氯乙烯专用树脂、30 万吨/年离子膜烧碱、配套 2×13.5 万千瓦热电

装置，该项目仍处于建设期；

2、公司以新疆中泰化学阜康能源有限公司为主体，在阜康地区整体规划 160 万吨/年聚氯乙烯树脂、120 万吨/年离子膜烧碱、 2×15 万千瓦+ 2×33 万千瓦热电联产装置，320 万吨/年电石渣制水泥等项目，总投资 150 亿元，计划用 5 年左右时间分四期建设，其中一期建设项目 40 万吨/年聚氯乙烯树脂、30 万吨/年离子膜烧碱计划 2010 年全面开工建设，2011 年建成投产，二、三、四期每期建设规模为 40 万吨/年聚氯乙烯树脂、30 万吨/年离子膜烧碱、配套热电机组。

3、全资子公司中泰矿冶有限公司一期 20 万吨/年电石项目中 10 万吨电石装置于 2008 年 12 月 31 日投料试车，整个项目计划于 2009 年下半年全面建成。托克逊县中泰化学盐化年产 50 万吨电石一期 30 万吨/年电石项目于 2008 年 9 月中旬开工建设，项目仍在建设中，待电石项目达产后，将进一步完善公司一体化产业链。

除此之外，公司还拥有一定的资源优势，公司控股子公司托克逊盐化所拥有的湖盐采矿权的盐矿储量为 6973 万吨，控股子公司奇台矿产开发公司拥有石灰石采矿权有 0.36 平方公里；本公司拥有新疆准东煤田奇台县南黄草湖 9 个煤矿区的探矿权，矿区面积共计 248.60 平方公里。

我们看好公司未来的产能扩张主要是因为这些项目均有配套的热电机组，从而使公司更有竞争力，我们相信未来 5 年的时间，公司将有长足的发展，因为原油价格处于上行趋势，突破历史高点也是趋势所为，电石法 PVC 的盈利空间将会逐渐拓宽。

4.3 陕天然气：具有区域垄断性

公司目前为陕西省唯一的天然气长输管道运营商，主营业务为天然气长输管道的建设与运营。公司已先后建成靖西一线、咸阳-宝鸡、西安-渭南等四条天然气长输管线，已覆盖陕北和关中大部分地区。目前，已形成较为完善的管理体系、有较强的投资运营能力和一批专业化管理经验丰富的人才队伍。源于天然气输气管道行业的自然垄断特性，以及公司在陕西省天然气长输供应领域居于区域垄断地位，在未来具有较好的发展机会。

预计公司 2009-2010 年的每股收益为 0.71 元/股和 0.92 元/股。

5.投资策略

建议买入中国石化，仍然处于安全区域，待原油价格上至 80 美元/桶时，建议谨慎，注意观察发改委对成品油调价的态度。

建议买入英力特和中泰化学，两者业绩在未来将呈现高弹性，其投资机会相对较大；

建议买入陕天然气，公司是陕西省唯一的天然气长输管道运营商，具有一定的区域垄断性。

中国石化(600028)

新成品油定价机制的贯彻执行是业绩保障

-----中国石化半年报点评

张延明

86-22-2845 1653

zhangym@bhq.com

本报告导读:

- 业绩略超预期, 源于新成品油定价机制的贯彻执行
- 给予买入评级, 目标价17.00元

事件:

- 24 日公司公布半年报显示, 2009 年上半年, 公司实现营业额及其他经营收入 5340.25 亿元, 同比下降 30.2%。按中国企业会计准则, 归属本公司股东的净利润为人民币 331.90 亿元, 同比上升 332.6%; 实现每股收益 0.38 元, 略超我们的预期, 另外董事会决定派发 2009 年中期红利每股人民币 0.07 元。

点评:

- 2009 年上半年净利润较上年同期大幅增加在预期之内, 主要在于在成品油新定价机制下, 公司炼油业务由亏损转为盈利, 上半年, 原油加工量 8,690 万吨, 同比增长 1.8%, 生产成品油 5,404 万吨, 同比增长 3.5%, 从公司披露的数据看, 上半年炼油业务毛利率为 6.59%, 略高于我们预期的 4.39%, 上年同期为 -10.94%;
- 化工事业部的效益好于去年, 毛利率由去年同期的 3.43% 上升至 10.75%, 而去年全年化工事业部的毛利率为 -5.43%;
- 公司 80% 左右炼油所需的原油需要对外采购, 所以长期而言新成品油定价机制的贯彻执行是公司业绩增长的根源, 对于短期的成品油上调或下调, 主要是看是否在这一机制下运行来判断投资机会, 上调或下调本身并不是判断的依据;
- 我们分别上调了公司盈利预期, 预计 2009、2010 年公司 EPS 分别为 0.80、0.94 元/股, 这样的预期均是在新成品油定价机制得以贯彻执行的前提下所作的判断。维持公司买入评级, 目标价上调至 17 元, 对应 09、10 年 PE 分别为 21X 和 18X。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	1204843	1452101	1310550	1531093	1791332
(+/-)%	13.49%	20.52%	-9.75%	16.83%	17.00%
经营利润 (EBIT)	99050	2635	63724	79254	82402
(+/-)%	19.00%	-97.34%	2318.36%	24.37%	3.97%
净利润	54947	29689	69117	81374	83662
(+/-)%	5.49%	-45.97%	132.80%	17.73%	2.81%
每股净收益 (元)	0.63	0.34	0.80	0.94	0.96
利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	15.93%	8.63%	13.31%	13.62%	13.05%
ROE (%)	16.84%	8.46%	16.64%	16.97%	15.43%
ROIC (%)	13.69%	0.50%	8.35%	9.27%	8.72%
PE	20.67	38.26	16.43	13.96	13.58
PB	3.48	3.24	2.73	2.37	2.09
EV/EBITDA	9.29	28.04	19.68	15.33	14.17

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

买入

上次评级: 买入

目标价格:

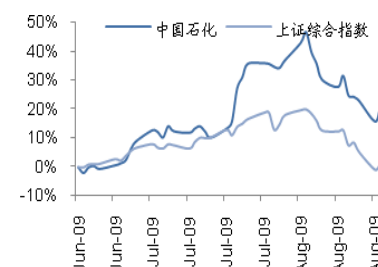
¥17.00

上次预测: ¥14.06

当前价格:

¥13.10

最近两个月走势图



公司简介

公司是一家上中下游一体化的大型石油企业, 是中国最大的石油产品和主要石化产品生产者和供应商, 也是中国第二大原油生产商。公司拥有比较完备销售网络, 现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共 80 余家, 包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位, 已在香港、纽约、伦敦上市。

相关报告

《炼油盈利拐点催生业绩拐点》2009.4
《向上游进军的步伐开拔》2009.6.25

英力特 (000635)

一体化程度高的氯碱生产商

——英力特深度调研报告

张延明

86-22-2845 1653

zhangym@bhq.com

本报告导读：
➢ 公司是一体化程度高的氯碱生产商
➢ 业绩随经济复苏弹性强

投资要点：

● 公司是一体化程度高氯碱生产商

从产业链(石灰石+焦炭+电力—电石—PVC；电石—石灰氮—双氰胺)的角度讲，公司一体化程度相当高，公司在同行业公司中具有较强的竞争优势；

● 业绩随经济复苏弹性强

受销售品市场供需所带来的价格变化影响，生产成本相对固定，特别是具有竞争力的电力成本，公司拥有 400MW 装机容量，发电成本 0.19-0.20 元/千瓦时(不含税价)，每年发电约 28 亿度，可供公司 90%以上的电力使用，这是公司与同类公司相比具有竞争力的地方。同时，销售品的价格弹性决定了公司业绩也具有弹性。我们在假定其他条件不变的情况下，将 2010 年 PVC 价格每吨上调 1000 元(不含税)，公司的 EPS 变动为 0.50 元，将 PVC 产量每上调 1 万吨，公司的 EPS 变动为 0.02 元，所以在未来公司 PVC 产能依然会扩大、PVC 价格上涨的情况下，公司的业绩将会变得富有弹性。

● 收购子公司资产提升业绩

我们在假设公司配股募集资金收购西部公司资产之后，预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.55 元/股和 1.14 元/股，公司的增长更加明确。

● 投资建议

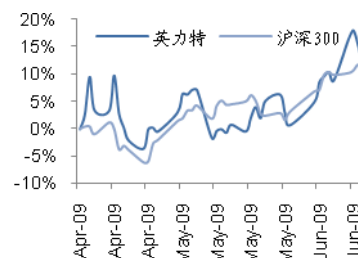
由于短期公司股价已大幅上涨了 63%，所以存在短期回调的可能性，但我们认为未来 PVC 等行业持续回暖，从而提升公司业绩，给予公司买入评级，目标价 26 元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1565.86	2026.12	1929.00	2570.23	3370.18
(+/-)%	38%	29%	-5%	33%	31%
经营利润 (EBIT)	34252.16	22487.32	26536.18	57992.89	67388.92
(+/-)%	124%	-34%	18%	119%	16%
净利润	20390.91	7925.26	14208.31	39021.85	47047.33
(+/-)%	147%	-61%	79%	175%	21%
每股净收益 (元)	0.71	0.30	0.55	1.14	1.37

评级：买入
上次评级：中性
目标价格：¥ 26.00
上次预测：¥
当前价格：¥ 16.82

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.05
2Q/2008	0.07
3Q/2008	0.10
4Q/2008	0.12

52 周股价走势图



公司简介

公司是一家以电力、热力的生产和销售，氯碱、氰胺类产品的生产经营为主业的公司。公司现有发电装机容量 400MW，年发电量 27.5 亿千瓦时。公司年产电石 40 万吨、聚氯乙烯 17 万吨、烧碱 14 万吨、盐酸 3.6 万吨、石灰氮 9 万吨、双氰胺 1 万吨、精制双氰胺 0.15 万吨、活性炭 4000 吨。公司上下游产品连接紧密，自成系列。

相关报告

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn