

# 几家欢喜几家愁

## ——评差别电价调整对氯碱行业的影响



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级  
国家/地区  
报告日期

暂停评级  
中国/A 股  
2010 年 5 月 17 日

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师  
8621-63325888×6072  
执业证书编号 S0860200010013

杨云 石油与化工行业分析师  
8621-63325888×6071  
执业证书编号: S0860108121215

赵辰 石油与化工行业助理分析师  
8621-63325888×5101  
执业证书编号: S0860110040042

### 事件:

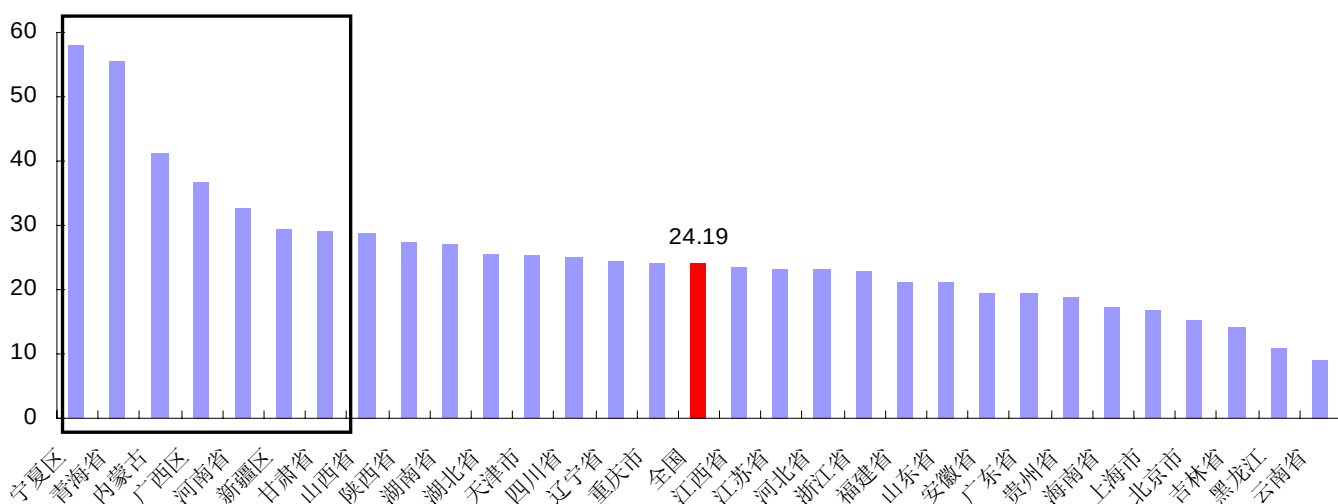
13 日, 发改委、电监会、国家能源局日前联合下发《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》, 《通知》重新明确, 自 2010 年 6 月 1 日起, 将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.05 元提高到 0.10 元, 淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.20 元提高到 0.30 元。在此基础上, 各地可根据需要, 进一步提高对淘汰类和限制类企业的加价标准。

### 我们的观点:

#### 1、“十一五”节能减排工作距完成规划目标仍然任重道远是政府铁腕治理的直接诱发因素

迄今为止, “十一五”期间全国单位国内生产总值能耗累计下降 14.38%, 化学需氧量排放总量下降 9.66%, 二氧化硫排放总量下降 13.14%, 但离单位国内生产总值能耗降低 20% 的目标还有相当距离。而从今年一季度的能耗数据来看, 工业特别是重工业的能源消耗正在显著回升, 高耗能、高污染行业反弹的苗头重现。从全国各省用电量来看, 宁夏、青海、内蒙、广西、河南等高耗能省份用电量增速遥遥领先。2010 年只剩下不到 8 个月的时间, 实现“十一五”节能减排目标的难度相当之大。正是在这种背景下, 国务院在 5 月 13 日出台《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》, 这也再一次彰显了政府不惜代价、铁腕减排的决心。

图 1 10 年前 3 个月高耗能省份用电增速遥遥领先



资料来源: 东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 2、差别电价的施行对氯碱行业盈利能力影响的分析

目前国内氯碱主要原料分电石、乙烯两条路线，其中电石法生产乙烯的主要成本来源于用电成本。差别电价的严格执行，必然会进一步加大行业内自发电设备和外购电生产商的差距，有利于小规模、高成本的产能的加速出清，降低行业的产能过剩，促进优势企业借此良机扩大市场份额。并且从前几次的发改委调整差别电价的经验来看，在调价后氯碱行业的价格都出现了显著的上涨。而本次调价后，当周的电石价格就上涨 3.5%，电价对成本的推高已经起到了立竿见影的效果。因此我们认为此次电价的上调在中长期会对氯碱产品价格提供支撑，有利于有资源优势、成本可控的企业提高盈利能力，获取超额利润。我们在对氯碱行业成本测算后认为：此次差别电价将提高电石成本 150—300 元/吨；PVC 成本 285—570 元/吨；烧碱成本 110—220 元/吨。

**表 1：差别电价实施标准及随后半年内的氯碱价格变化**

| 高耗能产业         | 2006 年 10 月 1 日起 | 2007 年 1 月 1 日起 | 2008 年 1 月 1 日起 | 现行差别电价标准 |
|---------------|------------------|-----------------|-----------------|----------|
| 淘汰类           | 0.1              | 0.15            | 0.2             | 0.3      |
| 限制类           | 0.03             | 0.04            | 0.05            | 0.1      |
| PVC 价格半年内提升幅度 | 0%               | 15%             | 23%             | N.A      |
| 烧碱价格半年内提升幅度   | 7%               | 7%              | 11%             | N.A      |

资料来源：东方证券研究所

## 3、估值比率：略显压力

从估值分析看，虽然近期股价出现大幅下跌，但因行业内产能过剩，价格处于谷底，氯碱行业 10 年动态市盈率仍然偏高，为 38 倍，并不具备相对吸引力。并且未来房地产行业也面临出台更严厉调控政策的可能性，潜在的对氯碱工业的需求造成不利影响，这也将进一步降低氯碱行业相对市场的估值比率。

**表 2：氯碱类企业历年 PE 对照（下表数据取自 Wind 资讯）**

| 证券简称 | 截止 5 月 14 日股价 | 预测 2010EPS | 2010 年动态 PE | 2007 年底 PE | 2008 年底 PE |
|------|---------------|------------|-------------|------------|------------|
| 太化股份 | 8.70          | 0.14       | 60.46       | 79.00      | 97.81      |
| 滨化股份 | 18.66         | 0.75       | 25.02       | 0.00       | 0.00       |
| 天原集团 | 18.52         | 0.56       | 33.26       | 0.00       | 0.00       |
| 英力特  | 13.19         | 1.20       | 10.99       | 40.59      | 27.79      |
| 沈阳化工 | 8.44          | 0.39       | 21.67       | 38.81      | 28.05      |
| 云南盐化 | 14.13         | 0.14       | 101.65      | 40.99      | -30.40     |
| 中泰化学 | 20.32         | 0.67       | 30.33       | 41.19      | 25.55      |
| 新疆天业 | 10.54         | 0.20       | 52.81       | 30.49      | 38.60      |
| 神马股份 | 12.08         | 0.85       | 14.21       | 80.24      | -14.44     |
| 平均   |               |            | 38.93       | 50.19      | 43.5       |

资料来源：Wind 资讯

**投资建议：**结合估值因素，我们建议关注有资源优势，配备自发电厂的氯碱企业，如英力特（000635.SZ，买入）。

**风险因素：**宏观经济回落，拉低需求。

附：部分高耗能行业淘汰类限制类企业(项目)目录

## 一、钢铁行业

### (一) 淘汰类

1. 生产低条钢、钢锭或连铸坯的工频炉和中频炉感应炉。
2. 20 吨及以下电炉（不含机械铸造电炉和 10 吨以上高合金钢电炉）。
3. 300 立方米及以下的高炉（不含 100 立方米以上铁合金高炉及 200 立方米以上专业铸铁管厂高炉）。
4. 20 吨及以下转炉（不含铁合金转炉）。

### (二) 限制类

1. 2005 年 8 月以后建设的公称容量 70 吨以下的电炉项目、1000 立方米以下高炉和 120 吨以下转炉项目。
2. 2005 年 8 月以后建设的公称容量 70 吨及以上、未同步配套烟尘回收装置，能源消耗、新水耗量等达不到标准的电炉项目。

## 二、铁合金（含工业硅）行业

### (一) 淘汰类

1. 3000 千伏安以下半封闭直流还原电炉、3000 千伏安以下精炼电炉（硅钙合金、电炉金属锰、硅铝合金、硅钙钡铝、钨铁、钒铁等特殊品种的电炉除外）。
2. 5000 千伏安以下的铁合金（含工业硅）矿热电炉。
3. 不符合行业准入条件的铁合金（含工业硅）企业（自 2007 年 1 月 1 日起执行）。

### (二) 限制类

2005 年 1 月 1 日以后建设的 2.5 万千伏安以下，2.5 万千伏安及以上环保、能耗等达不到准入要求的铁合金（含工业硅）矿热炉项目（对中西部具有独立运行的小水电及矿产资源优势的国家确定的重点贫困地区的新建铁合金矿热炉按不小于 1.25 万千伏安执行）。

## 三、电解铝行业

### (一) 淘汰类

铝自焙电解槽。

### (二) 限制类

2004 年 5 月 1 日以后建设的电解铝项目（淘汰自焙槽生产能力置换项目及环保改造项目除外）。

## 四、锌冶炼行业

### 限制类

2004 年 5 月 1 日以后建设的单系列 10 万吨 / 年规模以下锌冶炼项目。

## 五、电石行业

### (一) 淘汰类

1. 5000 千伏安以下（1 万吨 / 年以下）电石炉及开放式电石炉。
2. 排放不达标电石炉。

### (二) 限制类

2005 年 1 月 1 日以后建设的 2.5 万千伏安以下（能力小于 4.5 万吨）和 2.5 万千伏安以上环保、能耗等达不到准入要求的电石矿热炉项目。

## 六、烧碱行业

(一) 淘汰类

1. 汞法烧碱。
2. 石墨阳极隔膜法烧碱。

(二) 限制类

2006 年 1 月 1 日以后建设的 15 万吨 / 年以下烧碱装置（用离子膜技术淘汰老装置的搬迁企业除外）。

七、黄磷行业

淘汰类

1000 吨 / 年以下黄磷生产线。

八、水泥行业

(一) 淘汰类

1. 窑径 2.2 米及以下水泥机械化立窑生产线。
2. 窑径 2.5 米及以下水泥干法中空窑（生产特种水泥除外）。
3. 直径 1.83 米及以下水泥粉磨设备。
4. 水泥土（蛋）窑、普通立窑。

(二) 限制类

2004 年 5 月 1 日后建设的水泥机立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑、日产 5000 吨及以下熟料新型干法水泥生产线

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级 —— 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)