



迟来的幸福

——氯碱行业动态报告

2010 年 12 月 2 日

看好/上调

氯碱

动态报告

投资摘要:

- **今年新开工房屋对 PVC 的需求明年释放。**PVC 下游超过 60%用于建筑型和管材, 历史数据表明 PVC 的表观消费量增速与房屋竣工面积增速正相关性极强, 而房屋竣工大约滞后房屋新开工 1 年。截至 10 月底房屋新开工面积同比增速 61.9%, 未来城镇化和保障性住房建设将持续拉动 PVC 需求。
- **供需平衡拐点初现。**乐观预计明年 PVC 的需求增速达到 40%, 悲观预计增速达 22%, 取平均 31% 计算, 明年 PVC 新增需求约 382 万吨, 而明年新增产能预计只有 153 万吨, 自 02 年以来首次新增需求的绝对值超过新增产能。而从增速角度看, 从 09 年开始到 11 年, 需求增速将连续 3 年超过产能增速。
- **PVC 价格明年高位运行。**三大利好支撑明年 PVC 价格高位运行: (一) 供需拐点的出现明年或造成结构性的供给缺口 (二) 美元流动性泛滥长期看跌, 原油价格上涨推动国际 PVC 价格 (三) 十二五节能减排和淘汰落后产能力度增大
- **行业从微利步入正常盈利时期, 享受迟来的幸福。**大多数行业 2010 年都已经跟随经济复苏恢复正常盈利水平, 而氯碱行业由于 PVC 需求滞后, 明年才能恢复正常盈利水平, 幸福姗姗来迟。
- **投资策略:**参考 03-07 年上升周期 PE 估值平均值 24.7 倍, 再加上行业供需平衡初现拐点, 未来 PVC 需求持续看好, 明年我们给予行业整体 23-25 倍 PE 估值, 目前股价对应明年业绩 PE 为 17-21 倍, 行业整体有 9.5-47% 的估值修复空间, **上调行业评级至“看好”**。在 PVC 价格高位运行背景下, 短期建议投资业绩弹性最大的品种**英力特**, 长期建议投资规模较大并有产能扩张的**中泰化学**和**天原集团**。

氯碱行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	10E	11E	12E	10E	11E	12E		
英力特	0.50	1.00	1.18	30	15	13	3.04	强推
天原集团	0.30	0.65	0.82	56	26	19	2.08	推荐
中泰化学	0.24	0.40	0.57	63	25	20	2.74	推荐

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号:

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	12	0.66%
重点公司家数	5	0.28%
行业市值	552.87 亿元	0.23%
流通市值	371.08 亿元	0.28%
行业整体市盈率	75.01	/
市场平均市盈率	18.72	/

氯碱行业指数走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

1. 《氯碱行业深度报告: 需求复苏 价格争锋》 2010.5.23
2. 《氯碱行业: 拉闸限电推高 PVC 价格, 利好英力特、天原集团》 2010.9.10

目 录

1. PVC 下游 60%用于建筑行业	4
2. 供需拐点初现，价格高位运行	5
2.1 三季度拉闸限电推高 PVC 价格	5
2.2 明年弱势美元推动油价高企，支撑 PVC 价格	6
2.3 今年房地产新开工支撑明年 PVC 需求，行业供需平衡拐点初现	7
2.4 城镇化和保障性住房未来持续拉动 PVC 需求	8
3. 未来竞争利于西部电-电石-氯碱一体化龙头	8
3.1 高油价时代只看电石路线 PVC 企业	8
3.2 东西部电价的差异驱动 PVC 产业向西部转移	9
3.3 行业整合利于西部电-电石-氯碱一体化龙头	10
4. 行业估值与投资建议	11
4.1 行业整体估值较低，上调评级至“看好”	11
4.2 短期投资业绩弹性最大品种，长期看好西部一体化龙头	11
4.2.1 英力特盈利能力最强、业绩弹性最大	12
4.2.2 天原集团产能行业第二，氯碱平衡能力最强	12
4.2.3 中泰化学行业第一，控制 147 亿吨煤储量资源	13

表格目录

表 1: 氯碱行业相关上市公司	5
表 2: 2010 和 2011 年 PVC 需求和产能的增长估算（单位：万吨）	7
表 3: 我国计划新增 PVC 产能（含糊树脂）地区分布（单位：万吨）	10
表 4: 不同 PVC 价格假设下的行业整体 PE 估值	11
表 5: 氯碱行业主要电石法 PVC 企业竞争力比较（单位：万吨 % 元/度 元）	13
表 6: 重点推荐企业业绩预测、估值及评级（单位：元）	13

插图目录

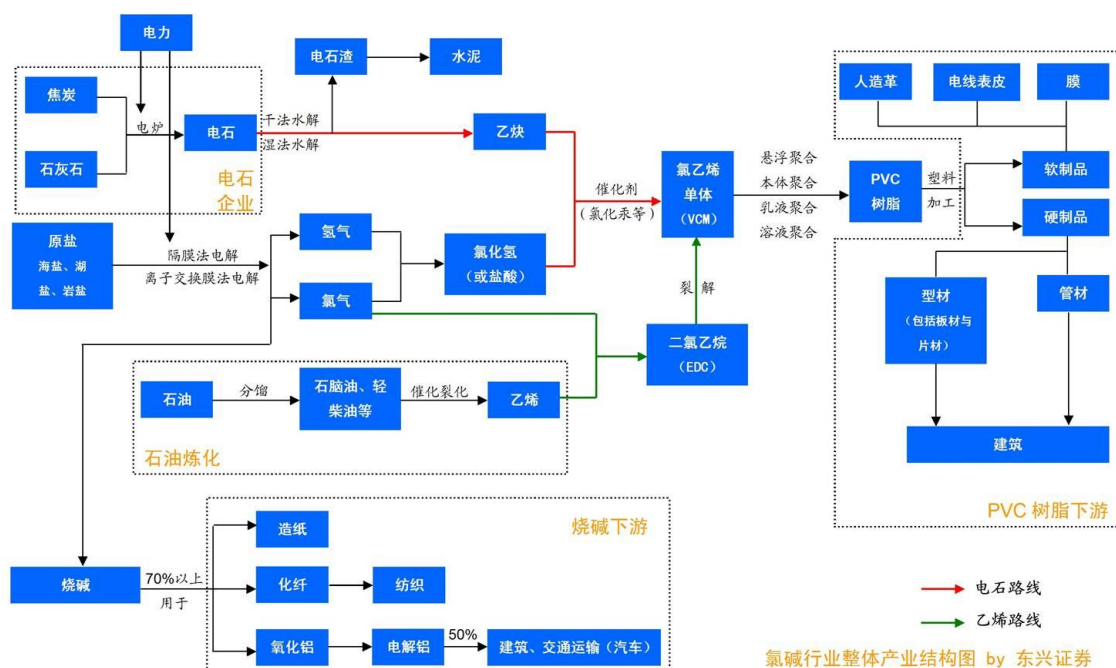
图 1: 氯碱行业整体产业结构图	4
图 2: PVC 下游产品分布	4
图 3: PVC 下游行业分布	4

图 4: PVC 在五大通用塑料中价格最低 (单位: 元)	5
图 5: 国内 PVC 在五大通用塑料中产量最大 (千吨)	5
图 6: 近期 PVC 价格走势 (YRD 元/吨)	6
图 7: 美元指数走势	6
图 8: NYMEX 原油价格走势 (美元/桶)	6
图 9: PVC 需求增速与房屋竣工面积增速正相关	7
图 10: 房屋竣工面积增速滞后房屋新开工面积约一年	7
图 11: PVC 供需平衡现拐点	8
图 12: PVC 价格约 4 年一个周期	8
图 13: 电石路线 PVC 成本构成	9
图 14: 石油路线 PVC 成本构成	9
图 15: 销售电价的地区差异 (元/千 kwh)	9
图 16: 2010 年 2 月 36 城市工业电价 (35 千伏及以上)	9
图 17: 氯碱行业历史 PE 估值水平及大盘、行业比较	11

1. PVC 下游 60%用于建筑行业

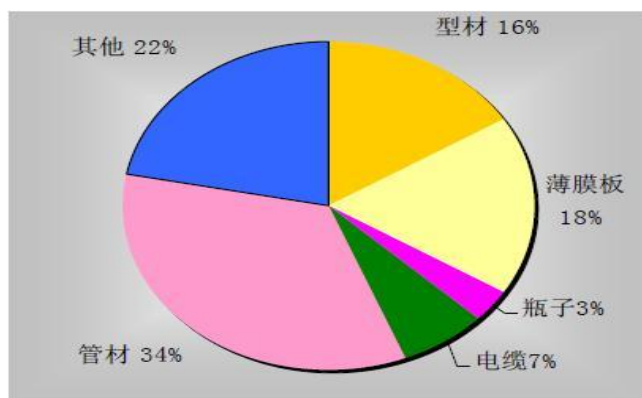
氯碱行业的主要产品是聚氯乙烯（PVC），同时副产烧碱。PVC 与聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚苯乙烯（PS）、ABS 合称五大通用塑料，具有阻燃、耐化学药品、机械强度高和电绝缘性良好等特点，生产成本较低，广泛应用制作管材、板材、型材等硬制品和膜、电线表皮、人造革、鞋底等软制品。建筑行业占 PVC 下游消费的 60%。

图 1：氯碱行业整体产业结构图



资料来源：东兴证券研究所

图 2：PVC 下游产品分布



资料来源：《PVC 行业发展现状与趋势》，东兴证券研究所

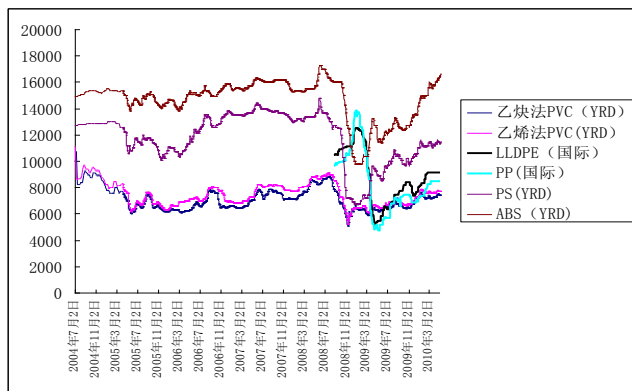
图 3：PVC 下游行业分布



资料来源：《PVC 行业发展现状与趋势》，东兴证券研究所

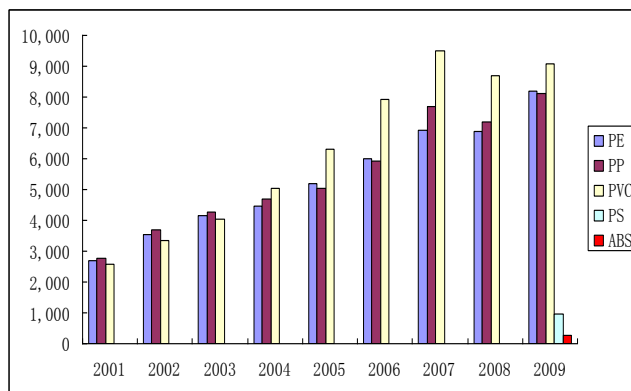
世界范围 PVC 产量仅次于聚乙烯，在塑料行业中居于第二位，但中国国内自 02 年开始 PVC 产量大幅增长，国内 PVC 产量在五大通用塑料中居第一位。PVC 与 PE、PP 在使用方面有替代性，PVC 由于成本优势得到了较为广泛的应用。

图 4: PVC 在五大通用塑料中价格最低（单位：元）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

图 5: 国内 PVC 在五大通用塑料中产量最大（千吨）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

表 1: 氯碱行业相关上市公司

氯碱作为主业的上市公司（营业收入超 50%）		氯碱作为副业的上市公司（营业收入低于 50%）	
英力特		云南盐化	
天原集团		神马股份	
中泰化学		湖北宜化	
新疆天业		太化股份	
金路集团		三友化工	
氯碱化工		山东海化	
*st 明科			
*st 宝硕		*st 祥龙	
*st 南化		*st 化工	
*st 金化			
*st 明科			

资料来源：东兴证券研究所

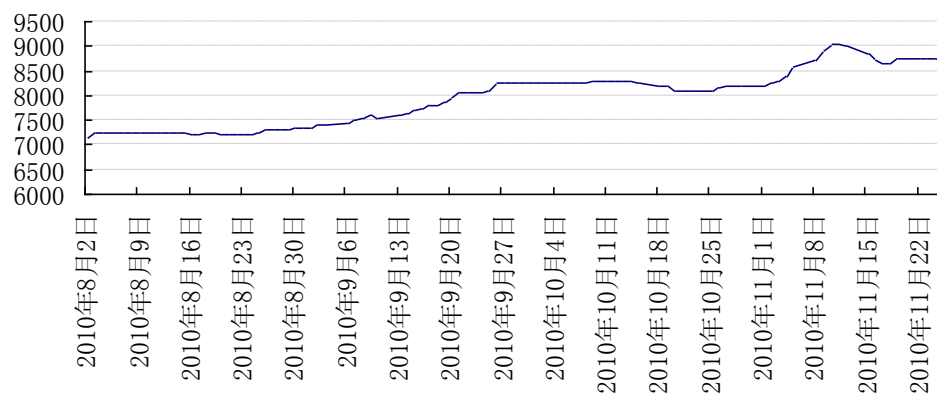
2. 供需拐点初现，价格高位运行

2.1 三季度拉闸限电推高 PVC 价格

自三季度以来，各地突刮节能减排风，纷纷针对高耗能高污染行业推出拉闸限电的政策，钢铁、电石等高耗能产业均面临停电限产的威胁。电石和氯碱都属于高耗能行业，电石同时还是高污染行业，因此必然是此轮“拉闸限电”调控的重点行业。行业限产已经导致电石供应紧张，从 8 月 1 日到 11 月 25 日，长三角地区电石价格已经从 3370 元/吨涨至 4430 元/吨，涨幅 31%。由于国内 70%

以上的 PVC 通过电石法生产，电石价格的提高直接推动了 PVC 价格的走高，从 8 月 1 日的 7150 元/吨涨至 11 月 25 日的 8700 元/吨，涨幅 22%。

图 6：近期 PVC 价格走势（YRD 元/吨）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

2.2 明年弱势美元推动油价高企，支撑 PVC 价格

美国在金融危机期间给市场注入了海量的流动性，近期又通过定量宽松政策（QE1、QE2 甚至未来可能的 QE3、QE4...）进一步释放流动性，期望通过美元的贬值刺激国内制造业的复苏以此缓解就业压力，美元指数从 88.7 跌至 78 以下，与此同时美元计价的原油价格一路走高，之前已突破 87.19 美元/桶的压力位，虽然近期欧债危机影响下美元指数略有反弹，但难改持续下跌的趋势。

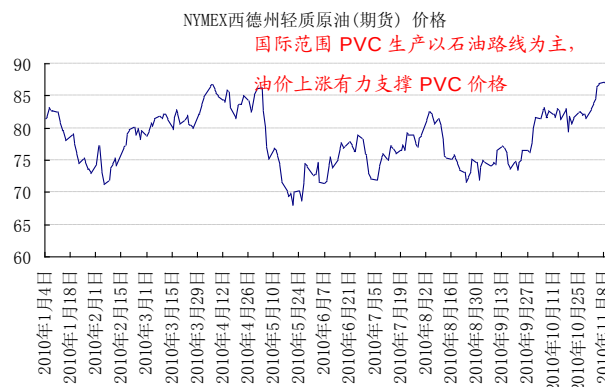
由于国际范围 PVC 仍以石油路线为主，国际 PVC 价格与油价正相关性较强，原油价格的走高将有力地支撑 PVC 价格在高位运行。

图 7：美元指数走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：NYMEX 原油价格走势（美元/桶）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

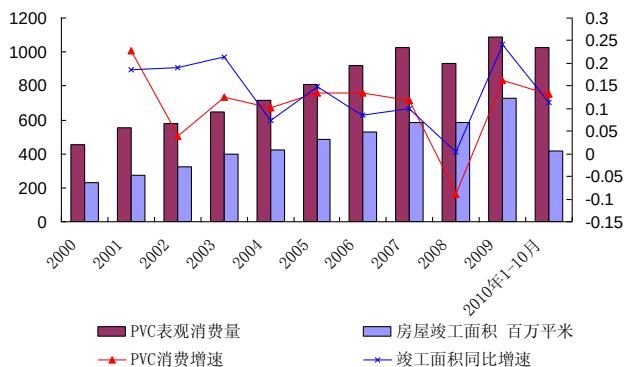
2.3 今年房地产新开工支撑明年 PVC 需求，行业供需平衡拐点初现

PVC 下游 60%用于生产建筑管材和型材，因此 PVC 的需求跟房地产行业息息相关。PVC 管材和型材都要在房子建成后使用，因此 PVC 的消费量与房地产竣工面积相关性很大。

房屋建设周期一般为 1 年，理论上房屋竣工面积增速滞后房屋新开工面积增速 1 年左右，但开发商会根据宏观经济和实际销售情况调整施工进度，因此会有一些波动。不过总的来说新开工的房屋一定会竣工，对 PVC 的需求也一定会兑现，只是时间周期上会有一些调整。

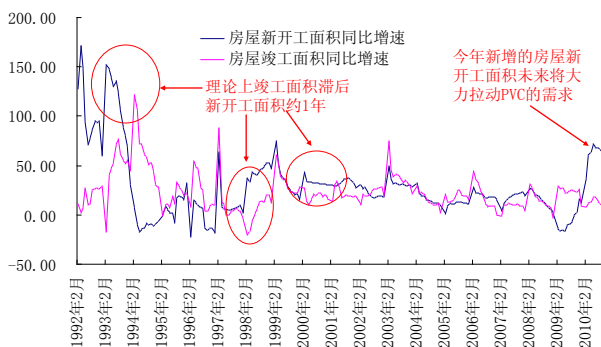
房地产新开工面积从去年底开始复苏，今年同比大幅增长，截至 10 月，2010 年房屋新开工面积同比增幅达 63.12%。这块下游需求将拉动未来 PVC 需求增长。如果这部分需求明年集中释放，将拉动 PVC 需求增长 36%，如果明年只释放一半，将拉动 PVC 需求增长 18%；PVC 其他下游需求假设增速 10%，那明年 PVC 的需求增速应该在 22%-40%，约 271-493 万吨，平均值 382 万吨。

图 9：PVC 需求增速与房屋竣工面积增速正相关



资料来源：东兴证券研究所

图 10：房屋竣工面积增速滞后房屋新开工面积约一年



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

与此同时，明年新投放的产能仅有约 153 万吨，远远低于新增需求，并且自 02 年以来首次新增需求的绝对值超过了新增产能。尽管 PVC 产能基数仍然较大，但由于部分产能的重新启动涉及政策、原料采购和市场销售等一系列困难，明年 PVC 供应会较为紧张，甚至出现结构性的供应缺口，预计明年 PVC 价格总体走势应该是高位运行。

表 2：2010 和 2011 年 PVC 需求和产能的增长估算（单位：万吨）

省份	2010	2011 年
计划新增产能	444	339
实际新增产能*	200	153
新增需求	144	382

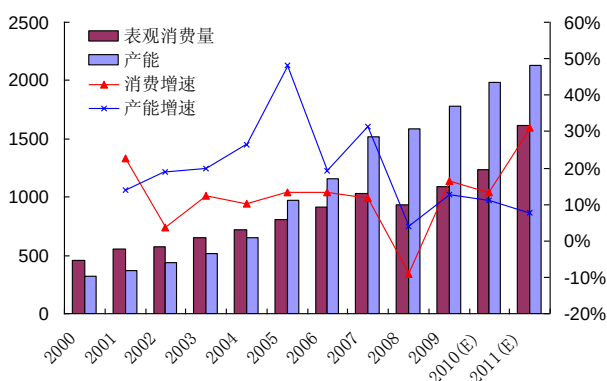
资料来源：氯碱工业协会，东兴证券研究所

注：根据历年经验，计划新增产能中约 40-50%能投产

PVC 行业在经历了 00-05 年的产能快速扩张后产能增速已经明显放缓至 10% 附近, 而 PVC 的需求增速除 08 年经济危机外均保持平稳增长, 09 年 PVC 需求增速已经超过产能增速, 10 年根据前 10 个月的数据估算 PVC 需求增速也高于产能增速。加上 11 年预测需求增速将连续 3 年超产能增速。

根据氯碱行业专家判断, PVC 价格基本上 4 年一个周期, 历史数据也较好地说明了这一点。前几次 PVC 价格高点分别是 2000 年、2004 年和 2008 年, 从这个理论来看下一个 PVC 价格高点应该出现在 2012 年, 但我们认为明年需求的增长和宏观通胀环境很有可能让价格高点提前至 2011 年。

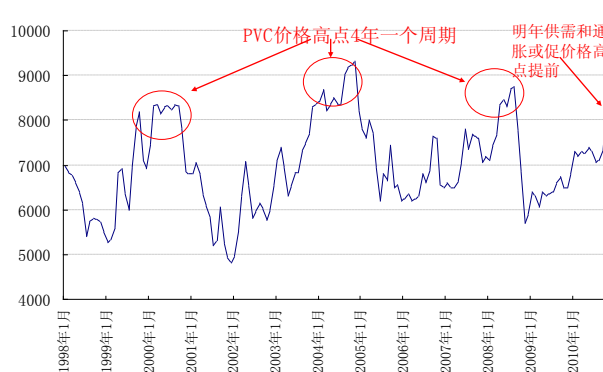
图 11: PVC 供需平衡现拐点



资料来源: wind, 东兴证券研究所

注: 10 年增速按 1-10 月数据计算, 11 年增速取 22%-40% 的平均值 31%

图 12: PVC 价格约 4 年一个周期



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.4 城镇化和保障性住房未来持续拉动 PVC 需求

城镇化是我国现代化建设的一个必经过程, 也是我国现代文明的一个重要标志。我国目前城镇化率已达 46.59%, 根据发达国家的经验中国已进入城镇化快速发展的阶段。城镇化快速发展伴随着农村人口大量向城市的迁移, 这其中最大的一个问题就是要解决这部分人口的房屋安置, 因此城镇化必将拉动房屋建设的快速增长, 进而拉动 PVC 需求。

房地产行业虽然受国家政策调控, 但是国家的根本出发点是平抑房价, 价格最终由供需决定, 只有增加住房供给才能真正平抑房价, 从这点来看, 国家未来推动保障性住房的力度仍会持续加大, 对房地产行业的宏观调控并不会影响对 PVC 的需求, 反而由于住房供给的整体增加拉动 PVC 的需求, 近期住建部公布明年建设 1000 万套保障性住房和棚户区改造更印证了我们的观点。

3. 未来竞争利于西部电-电石-氯碱一体化龙头

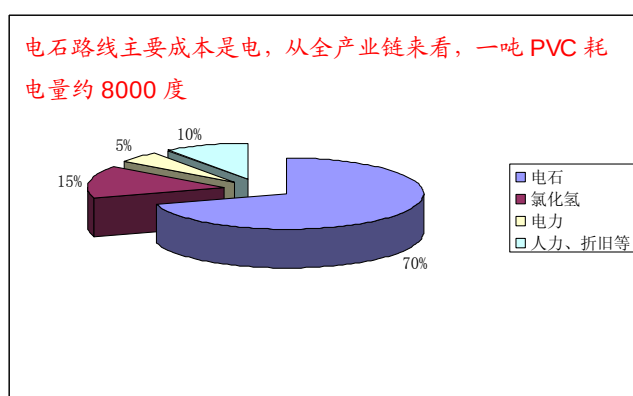
3.1 高油价时代只看电石路线 PVC 企业

PVC 的生产工艺主要有两条路线: 石油路线 (乙烯法) 和电石路线 (乙炔法)。两条路线最后都要用到氯乙烯单体 (VCM) 生产 PVC, 不同之处在于生产 VCM 的方法不同, 石油路线以石油为原料, 而电石路线主要成本是煤和电 (虽然电的成本主要是煤, 但由于电价和煤价并不联动, 因此分开来讲)。

除中国外的世界其他国家一般采取石油路线，而在我国由于贫油、少气、富煤的能源结构，煤价、电价相对较低，电石路线在中国得到了快速的发展。2008 年时中国乙炔法 PVC 的产量占总产量的 70.74%，但近两年新增 PVC 产能均采用电石路线，目前这一比例估计已达 80%。

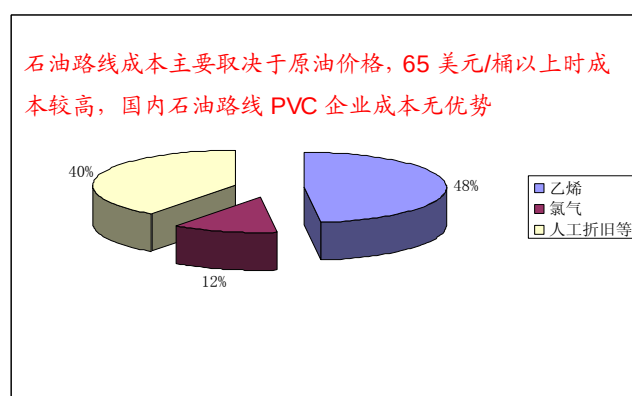
由于近年原油价格一路走高，乙烯法 PVC 的成本越来越高，根据测算，原油价格在 65 美元/桶上方时乙烯法 PVC 成本就高于乙炔法 PVC。未来油价跌到 65 美元/桶下方的可能性极小，因此国内石油路线 PVC 企业未来已无生存空间。

图 13：电石路线 PVC 成本构成



资料来源：东兴证券研究所

图 14：石油路线 PVC 成本构成



资料来源：东兴证券研究所

3.2 东西部电价的差异驱动 PVC 产业向西部转移

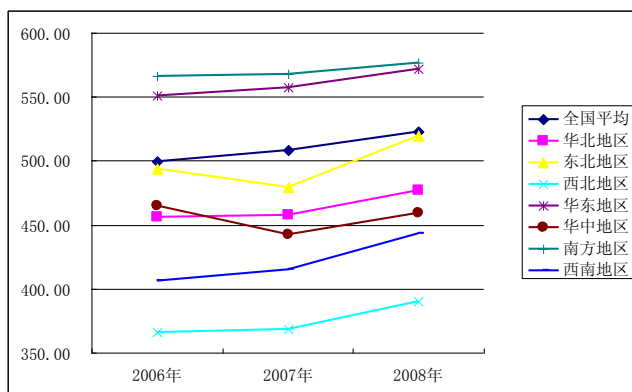
由于定价机制的原因，我国各地区用电价格存在明显差异，华东地区平均销售电价最高，南方地区次之，均高于全国平均水平；东北、华北、华中略低于全国平均水平，西北地区最低，西南地区次之。

氯碱行业属于高耗能行业，电力成本是主要成本，电石法 PVC 每吨耗电量达 8000 度。西北和西南地区利用电石法生产 PVC 拥有较大的能源成本优势，其中新疆、青海和内蒙古的电价远低于全国平均水平，成本优势最大。以电石自给率为 100%而电力自给率为 0%的 PVC 的企业为例，新疆地区 PVC 成本约 6000 元/吨，而山东地区则达到 8000 元/吨。

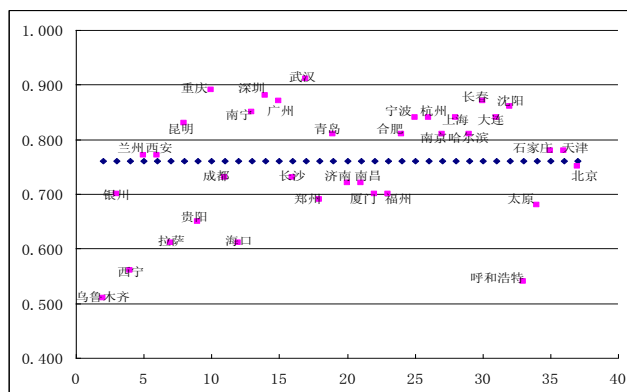
我国煤炭资源丰富，但是主要集中在山西、内蒙、新疆等地区，且由于交通能力限制，内蒙、新疆等地区的煤炭无法外运，煤炭价格远低于其他地区。因此西部企业自备火电机组能进一步降低生产成本，例如电力完全自给的英力特吨 PVC 成本比完全依靠外购电的新疆天业低约 900 元/吨。因此电力自给率也是衡量氯碱企业生产成本的重要指标。

图 15：销售电价的地区差异（元/千 kwh）

图 16：2010 年 2 月 36 城市工业电价（35 千伏及以上）



资料来源: wind, 东兴证券研究所 (西南地区数据系根据川渝云贵数据间接平均计算得出)



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所 (蓝色虚线为全国平均价格)

由于西部地区拥有巨大的煤价和电价优势, PVC 企业向西部转移基本已成定局, 未来新增产能主要集中在内蒙古、新疆、青海等地区, 而东部的 PVC 企业则由于成本和环保双重压力未来逐渐面临开工率降低然后逐渐淘汰的命运。从计划中的新增 PVC 产能地区分布可以看出这一趋势。

表 3: 我国计划新增 PVC 产能 (含糊树脂) 地区分布 (单位: 万吨)

省份	2010	2011 年	2012 年	合计
内蒙古	69	80	0	149
河南	12	32	30	74
新疆	40	92	90	222
山西	20	20	0	40
山东	80	20	0	100
陕西	50	95	0	145
合计	261	339	120	720

资料来源: 氯碱工业协会, 东兴证券研究所

3.3 行业整合利于西部电-电石-氯碱一体化龙头

电石属于高耗能、高污染行业, 前几年电石产能扩张迅速, 有很多生产不规范、污染严重的开放式小装置。近年来, 关于提高电石行业准入标准和淘汰落后产能的文件和政策不断地出台。从产能看, 2006 年, 全行业淘汰 57 万吨, 2007 年淘汰了 79.5 万吨, 2008 年淘汰了 104.76 万吨, 2009 年淘汰了 46.68 万吨。截至目前, 全行业已累计淘汰产能 287 万吨, 超额完成了“十一五”规划中提出的淘汰落后产能 200 万吨的目标要求。未来 3 年将进一步淘汰电石落后产能 150 万吨, 2010 年要完成淘汰 46 万吨。行业整合有利于自备大规模电石产能的龙头, 如英力特、天原集团和中泰化学。

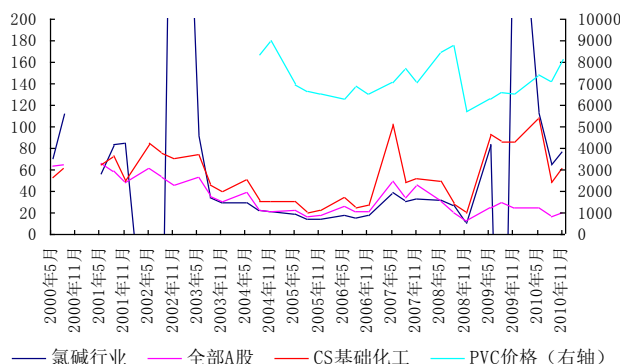
另一方面, 国家逐渐通过行政和市场化手段相结合的方式限制高耗能产业的发展。对氯碱行业影响最大的莫过于电价的提升。07 年发改委出台的针对高耗能行业的差别电价政策对限制类企业每千瓦时加价 0.05 元, 淘汰类企业每千瓦时加价 0.20 元, 10 年国务院再次发文规定可提高差别电价的标准。这将大大增加 PVC 生产成本, 小企业未来的生存将更加困难, 而电力自给率较高的企业则将在小产能的淘汰过程中受益, 如英力特。

4. 行业估值与投资建议

4.1 行业整体估值较低，上调评级至“看好”

剔除掉 st 公司后，A 股市场有 5 家电石法 PVC 企业：英力特、天原集团、中泰化学、新疆天业、金路集团和氯碱化工，从这 5 家上市公司的历史估值水平来看，氯碱行业在宏观经济正常增长时期 PE 估值水平区间在 18-40 倍。氯碱行业 08、09 年整体亏损，10 年行业整体来说盈亏基本平衡，部分优秀企业已经扭亏为盈，但也仅处于微利状态，表现在估值上就是 PE 极高。根据前两节的分析，明年 PVC 价格高位运行（8000 元/吨以上），行业整体进入正常盈利时期。

图 17：氯碱行业历史 PE 估值水平及大盘、行业比较



资料来源：wind，化工在线，东兴证券研究所

行业从微利进入正常盈利时期，业绩对价格的弹性非常大。预计氯碱行业主要企业明年前三季整体业绩同比增长至少 240%。我们分别测算了明年 PVC 价格为 8000 元/吨、8200 元/吨和 8400 元/吨时目前股价对应明年业绩的行业整体 PE 估值，分别为 21 倍、17 倍和 15 倍。参考 03-07 年上升周期 PE 估值平均值 24.7 倍，再加上行业供需平衡初现拐点，未来 PVC 需求持续看好，明年我们给予行业整体 23-25 倍 PE 估值，行业整体有 9.5-47% 的上升空间，上调行业评级至“看好”。

表 4：不同 PVC 价格假设下的行业整体 PE 估值

明年 PVC 平均价格	8000	8200	8400
今年前三季主要企业净利润（亿元）		4.42	
明年前三季主要企业净利润（亿元）	15.09	18.14	21.19
目前股价对应明年业绩 PE 估值	21	17	15

资料来源：东兴证券研究所

4.2 短期投资业绩弹性最大品种，长期看好西部一体化龙头

A 股市场上主营氯碱的电石法 PVC 上市企业中，业绩弹性最大的是英力特，其次是天原集团，电石电力配套最齐全的是英力特，产能最大的是中泰化学和天原集团并且仍有产能扩张。从投资角度来说，在 PVC 价格高位运行背景下，短期建议投资业绩弹性最大的品种英力特，长期建议投资规模较大并有产能扩张的中泰化学和天原集团。

4.2.1 英力特盈利能力最强、业绩弹性最大

英力特是西北地区电-电石-氯碱一体化的龙头企业，是国内唯一电石和电力自给率均达到 100% 的氯碱企业。公司现有 PVC 产能 27.5 万吨，电石产能 50 万吨，并配备 2×15 万千瓦热电机组。一体化优势使得公司成为氯碱行业 PVC 成本最低、盈利能力最强的企业。

公司注销原子公司西部聚氯乙烯有限公司的法人资格后，原子公司热电机组所发电力可直接为母公司所用，未来公司整体按西部大开发优惠税率 15% 征收所得税，进一步提高了公司的盈利能力。

控股股东国电英力特近期建成 4 万吨 PVC 糊树脂产能，未来通过关联交易向公司采购 PVC 树脂，这一方面保障了公司产品的下游需求，另一方面由于此业务跟公司业务相关性极强，我们判断未来极有可能通过增发或其它方式注入上市公司。

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.50、1.00 和 1.18 元，对应 PE 分别为 30、15 和 13 倍，我们认为根据公司的行业地位至少可以给予公司 11 年 20 倍 PE 估值，给予“强烈推荐”评级。

4.2.2 天原集团产能行业第二，氯碱平衡能力最强

天原集团是西南地区 PVC 龙头，是目前我国电石法 PVC 产能第二大的企业，拥有 52 万吨 PVC 产能，另有 40 万吨 PVC 产能正在建，预计 2011 年底可以投产。随着 2010 年底新建的 46 万吨电石产能投放，公司电石产能达 58 万吨，明年开始电石自给率达 74.4%，并配备 20 万千瓦火电机组和 7 万千瓦水电机组，电力自给率 42.4%。

公司所在地宜宾紧靠长江，地理位置优越，通过长江水路将产品运至华东地区的运输成本仅约 150 元/吨，远低于西北地区的 400 元/吨。公司水力发电成本远低于火电，20 万千瓦的输变电网络使得公司可以有效利用周边小水电，降低用电成本。

公司下游配有水合肼和三聚磷酸钠等耗碱产品，可以消化约 30% 的烧碱产能，是氯碱平衡能力最强的企业；同时依托国资背景积极向上游资源扩张，目前拥有 5000-7000 万吨磷矿，1 亿吨白煤等资源，未来仍会积极整合马边地区的磷矿资源和云南电石基地附近的煤资源，通过打造上下游一体化维持长期竞争优势。

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.30、0.65 和 0.82 元，对应 PE 分别为 56、26 和 19 倍，公司未来产能扩张 80%，上游资源可以提升估值水平，给予 11 年 25-30 倍市盈率，给予“推荐”评级。

4.2.3 中泰化学行业第一，控制 147 亿吨煤储量资源

近期华泰二期投产后中泰化学成为国内最大的电石法 PVC 企业，产能达 86 万吨，同时拥有 38 万吨电石产能，35 万千瓦热电机组；在建和已公告的产能还有 80 万吨 PVC、60 万吨电石和 90 万千瓦热电机组。公司所在的新疆地区煤炭资源丰富，电力成本全国最低，从成本角度来看最适合氯碱行业的发展。

公司依托大股东新疆国资委向上游资源扩张，目前已经控制上游原盐、石灰石、煤炭等资源，其中最重要的是奇台地区 147 亿吨煤储量，既为公司未来氯碱主业的发展提供了必要的能源支撑，也会在国家“疆煤东运”大战略中享受煤炭外销带来的直接收益。

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.24、0.40 和 0.57 元，对应 PE 分别为 63、25 和 20 倍，公司未来产能大幅扩张，维持行业第一地位，给予 11 年 25-30 倍市盈率，给予“推荐”评级。

表 5：氯碱行业主要电石法 PVC 企业竞争力比较（单位：万吨 % 元/度 元）

公司名称	目前产能	在建产能	电石自给率	电力自给率*	外购电成本	自发电成本	吨 PVC 成本	PVC 涨 100 元 EPS 涨幅	其他看点
中泰化学	86	80	29.5	38.2	0.43	0.22	6000	0.052	147 亿吨煤储量
天原集团	52	40	74.4*	42.4	-	-	-	0.077	未来继续整合上游资源
金路集团	30	0	-	-	-	-	-	0.042	卖掉房地产资产或为增发扩产
新疆天业	32	0	0	0	0.35*	-	6000	0.053	等待集团 PVC、电石、电注入
英力特	27.5	0	145%	122%	0.43	0.23	5040	0.113	集团煤化工、糊树脂或注入

资料来源：东兴证券研究所

注：电力自给率是假设生产 PVC 所需电石全部由公司自己生产所耗电力的自给率

天业的电向集团采购，优惠电价 0.35 元/度

天原集团目前的电石产能只有 12 万吨，有 46 万吨电石产能 2010 年年底才投产，明年开始电石自给率可达 74.4%

表 6：重点推荐企业业绩预测、估值及评级（单位：元）

公司名称	EPS				PE				投资评级
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
英力特	0.32	0.50	1.00	1.18	47	30	15	13	强烈推荐
天原集团	0.44	0.30	0.65	0.82	38	56	26	19	推荐
中泰化学	0.19	0.24	0.40	0.57	79	63	25	20	推荐

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。