

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

皖维高新 (600063)

强烈推荐 (维持)

新起点 新征程

2009 年 04 月 30 日

现价 9.54 元

程磊 化工行业高级研究员

86-21-62481265

chenglei@pasc.com.cn

独到见解

- 1、新班子上来后对公司管理机制进行了大刀阔斧的改革，已使公司获得了持续发展的新活力。
- 2、PVA 行业面临整合的背景下，公司紧紧围绕 PVA 产业链做精做强，注重节能减排和循环经济并举。

投资要点

- 1、公司董事会和高管层已于 09 年年初完成了换届，年富力强的高管层已对公司进行了大刀阔斧的改革。目前公司已经迅速扭转了不利的经营局面，我们预计公司 3 月份单月的净利润约 1600 万元，折合每股收益为 0.04 元，这种良好的经营形势将会继续得到保持。
- 2、PVA 行业面临整合的背景下，公司紧紧围绕 PVA 产业链做精做强。随着公司各个相关项目陆续投产，公司的盈利能力将大幅增强，我们预计公司未来将迎来高速发展期。
- 3、国家系列经济刺激措施将直接拉动纺织、涂料等行业的增长，将对 PVA 行业起到促进作用。目前下游织布行业开工率正在提升，织布企业开始购买 PVA 产品，同时经销商也开始补库存，预计未来 PVA 价格有上涨的趋势，目前价格约 14000 元/吨。
- 4、08 年以来，公司高强高模 PVA 纤维产品的价格未受经济危机的影响，一直保持在约 3700 美元/吨。但 09 年 1 季度，欧盟市场受经济危机的影响较大，对公司高强高模 PVA 纤维的销售造成了一定的影响，而东南亚等市场的销售已经恢复。我们预计随着公司海外市场的开拓力度加大，出口形势将开始转好。
- 5、我们预计公司 09、10、11 年的业绩分别为：0.30 元、0.75 和 0.99 元，考虑到公司紧紧围绕 PVA 产业链做精做强，注重节能减排和循环经济并举；未来新项目陆续投产，公司将迎来高速发展期；同时公司每股折合国元证券股权为 0.18 股，提升了公司安全边界，我们维持公司“强烈推荐”评级。

主要数据

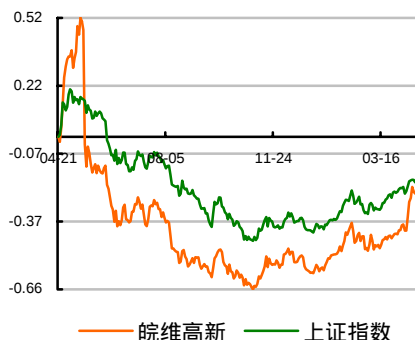
行业	化学纤维制造
公司代码	600063
公司网址	wwgf.com.cn
总股本(万股)	36807.92
流通股(万股)	36807.92
流通市值(百万)	3382.65
每股净资产(元)	5.00
净资产收益率(%)	0.27
总资产负债率(%)	49.36

相关研究报告

<<08 年仍值得期待>>

<<皖维高新：公司经营拐点已现，国元证券股权提升安全边界>>

行情走势图



风险提示

- 1、相关化工项目的建设和投产时间的推迟将影响公司业绩。
- 2、化工产品价格波动也将影响公司利润。

请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	1,434	1,818	2,108	2,233	3,045	3,510
净利润(百万)	44	81	64	110	274	363
净利润增长率(%)		84.47	-20.70	71.36	150.27	32.50
每股盈利(元)	0.12	0.22	0.17	0.30	0.75	0.99
市盈率(倍)	80.32	43.54	54.91	32.04	12.80	9.66

一、新班子带来新希望

1.1 新班子带来新希望，单月盈利大幅提升

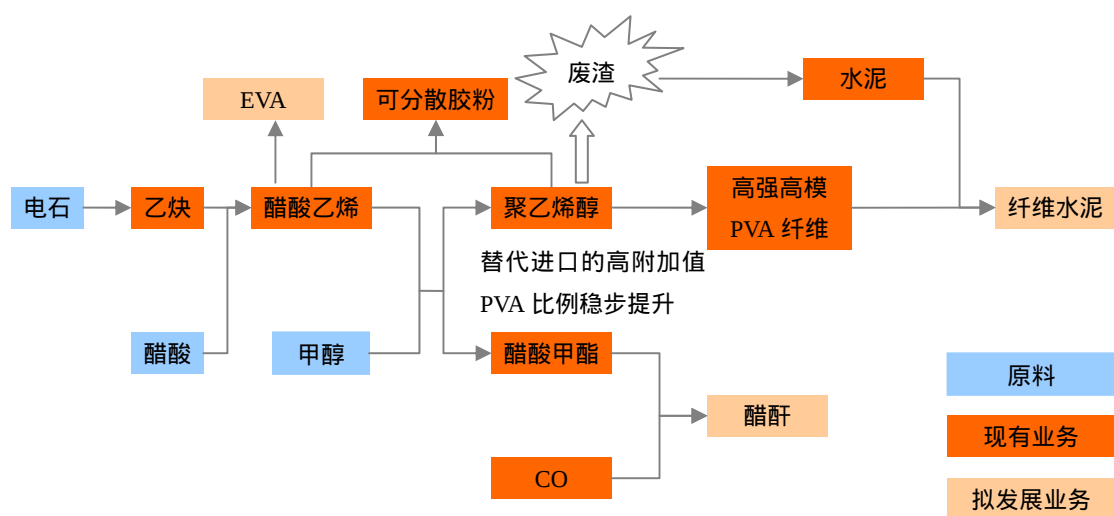
公司董事会和高管层已于09年年初完成了换届，年富力强的高管层已对公司进行了大刀阔斧的改革。新班子通过转化经营机制，加大奖惩力度来达到提升公司经营效率的目标。

目前公司已经迅速扭转了不利的经营局面，我们预计公司3月份单月的净利润约1600万元，折合每股收益为0.04元，这种良好的经营形势将会继续得到保持。

1.2 紧紧围绕 PVA 产业链做精做强

皖维高新是国内主要的聚乙烯醇（PVA）生产商之一，拥有乙炔、醋酸乙烯、聚乙烯醇、高强高模PVA纤维、废渣水泥完整的聚乙烯醇及环保综合治理产业链。公司目前已将发展重心放在产品结构调整上，不断加大技术门槛高、毛利率高的产品的产销比例来获得更大的盈利空间。例如造纸用PVA的价格比普通纺织用PVA的价格高出25%，能带来更大的利润回报，公司未来将全部生产高附加值的PVA产品，既能避免中低端产品的市场波动，也能为股东创造更大的价值。

图表1 公司产业链图



资料来源：平安证券综合研究所

同时公司也积极向下游和综合利用方向不断拓展，拟通过发展醋酐或纤维水泥业务，将产业链做精做强，保障公司持续、稳定、健康发展。

图表2 公司主要产品产能情况

产品产能(万吨)	07A	08A	09E	10E	备注
聚乙烯醇 (PVA)	8	9	10	12	自用部分生产纤维
高强高模 PVA 纤维	1.5	1.8	2.0	2.5	国内唯一
水泥或熟料	240	240	240	240	
可分散性胶粉	0	0	2	4	2 万吨新产能预计 09.6 投产
醋酐	0	0	5	5	预计 09.10 投产

资料来源：平安证券综合研究所

二、项目陆续投产，高速增长开始

随着公司各个PVA产业链的相关项目陆续投产，公司的盈利能力将大幅增强，我们预计公司未来将迎来高速发展期。

图表3 公司即将建成的新项目

序号	项目	投产时间	备注
1	2 万吨/年可再分散性胶粉	09.06	增加年销售约 4 亿元
2	水泥余热蒸汽锅炉	09.08	年节约成本约 3000 万
3	100 吨/年水泥粉磨站	09.05	提高熟料的自用率，增加附加值 10 元/吨
4	5 万吨/年醋酐	09.10	PVA 副产物醋酸甲酯循环利用，成本较低
5	高强高模 PVA 纤维 4000 吨	09.12	产品价格未受经济危机影响

资料来源：平安证券综合研究所

三、PVA业务伴随补库存开始复苏

PVA的性能介于橡胶和塑料之间，用途广泛，它可用作聚合反应的乳化稳定剂和分散稳定剂，可取代淀粉、骨胶等作为胶粘剂，大量用于纤维加工、浆料、造纸、木材加工、医药、皮革、建筑、玻璃、包装等许多行业。

图表4 “十一五”期间我国 PVA 产能及消费量预测（万吨）

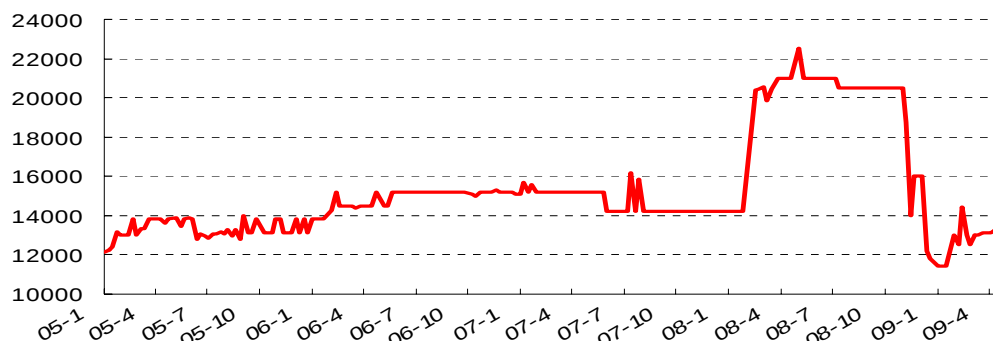
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
产量	47.1	50.0	52.8	55.7	56.0	61.0
进口量	3.8	4.0	4.2	2.4	2.5	2.5
出口量	2.8	3.0	3.0	4.2	3.2	4.1
消费量	48.1	51.0	53.8	53.9	55.3	59.4

资料来源：平安证券综合研究所，维纶和PVA 行业协会

为了抵御全球金融危机，我国政府出台了积极的财政政策和适度宽松的货币政策及4万亿元投资计划，2009年2月陆续出台了石化、钢铁、汽车、纺织、装备制造、船舶、轻工、电子信息、有色、物流等十大产业振兴规划，以期扩大国内需求，促进经济平稳较快增长。这一系列的经济刺激措施将直接拉动纺织、涂料等行业的增长，将对PVA行业起到促进作用。

目前下游织布行业开工率正在提升，织布企业开始购买PVA产品，同时经销商也开始补库存，预计未来PVA价格有上涨的趋势。

图表5 PVA 价格走势（元/吨）



资料来源：中国化工在线

四、高强高模PVA纤维受欧盟影响较大，业务正逐步恢复

由于近年来国外开始禁用石棉，高强高模PVA 纤维成为代替石棉的理想“绿色环保型”高新材料。随着世界各国环保意识和环保措施的增强，该产品的国际市场需求逐年扩大，如完全替代石棉的话，其全球使用量可达到23万吨/年。

目前公司的高强高模PVA纤维的应用由单一的欧盟市场扩展到美国、南美、东南亚和非洲，国内市场也有启动的迹象。08年以来，公司高强高模PVA纤维产品的价格未受经济危机的影响，一直保持在约3700美元/吨。但09年1季度，欧盟市场受经济危机的影响较大，对公司高强高模PVA纤维的销售造成了一定的影响，而东南亚等市场的销售已经恢复。我们预计随着公司海外市场的开拓力度加大，出口形势将开始转好。

在水泥中使用2%的高强高模PVA纤维制成的纤维水泥，可以切割，在欧盟、美国、东南亚等国被大量使用。目前公司仅提供纤维水泥的原料，如果公司利用已有的高强高模PVA纤维和水泥业务，开发下游的纤维水泥业务，公司将能分享这块巨大的市场，从而获得巨大的收益。

五、盈利预测

图表6 主营业务情况预测 单位：万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
聚乙烯醇	销量（万吨）	6.5	6.6	7.0	7.5
	单价（元/吨）	14448	14806	13500	14000
	收入	93,908.86	97,719.14	94,500.00	105,000.00
	收入增长率	21.31%	4.06%	-3.29%	3.70%
	单位成本（元/吨）	11378	12224	11200	11000
	成本	73,957.33	80,675.50	78,400.00	82,500.00
	毛利率	21.25%	17.44%	17.04%	21.43%
水泥	销量（万吨）	200	196.0	200.0	200.0
	单价（元/吨）	182	232	235	235
	收入	36,397.49	45,417.94	47,000.00	47,000.00
	收入增长率	8.31%	24.78%	3.48%	0.00%
	单位成本（元/吨）	166	206	205	205
	成本	33,207.09	40,337.47	41,000.00	41,000.00
	毛利率	8.77%	11.19%	12.77%	12.77%
高强高模聚乙烯醇纤维	销量（万吨）	1.3	1.65	1.5	2.4
	单价（元/吨）	19766	23127	22000	24000
	收入	25,695.67	38,159.39	33,000.00	57,600.00
	收入增长率	16.67%	48.51%	-13.52%	74.55%
	单位成本（元/吨）	16849	19433	17500	17500
	成本	21,903.31	32,064.86	26,250.00	42,000.00
	毛利率	14.76%	15.97%	20.45%	27.08%
聚酯切片	销量（万吨）		3	3	3
	单价（元/吨）		6826	6400	6500
	收入	19,571.19	20,478.82	19,200.00	19,500.00
	收入增长率	#DIV/0!	4.64%	-6.24%	1.56%
	单位成本（元/吨）	0	6525	5910	5950
	成本	19,643.06	19,576.37	17,730.00	17,850.00
	毛利率	-0.37%	4.41%	7.66%	8.46%
胶粉	销量（万吨）		1	2	4
	单价（元/吨）		18800	19000	19000
	收入		18,800.00	38,000.00	76,000.00
	收入增长率			102.13%	100.00%
	单位成本（元/吨）		13800	13800	13800
	成本		13,800.00	27,600.00	55,200.00
	毛利率		26.60%	27.37%	27.37%
醋酐	销量（万吨）			5	5
	单价（元/吨）			6500	6500
	收入			32,500.00	32,500.00
	收入增长率				0.00%
	单位成本（元/吨）			5200	5200
	成本			26,000.00	26,000.00
	毛利率			20.00%	20.00%
其他	收入	6,268.56	9,005.27	10,806.32	11,886.96
	收入增长率	-39.27%	43.66%	20.00%	10.00%
	成本	5,983.78	9,506.49	9,941.82	10,936.00
	毛利率	4.54%	-5.57%	8.00%	8.00%
	收入合计	181,841.76	210,780.56	223,306.32	304,486.96
	收入增长率	26.84%	15.91%	5.94%	36.35%
	成本合计	154,694.57	182,160.68	187,121.82	242,386.00
	综合毛利率	14.93%	13.58%	16.20%	20.40%
					21.17%

资料来源：平安证券综合研究所

我们预计公司09、10、11年的业绩分别为：0.30元、0.75和0.99元，考虑到公司紧紧围绕PVA产业链做精做强，注重节能减排和循环经济并举；未来新项目陆续投产，公司将迎来高速发展期；同时公司每股折合国元证券股权为0.18股，提升了公司安全边界，我们维持公司“强烈推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257