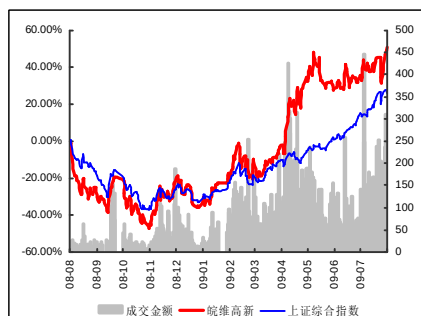


2009 年 8 月 6 日

皖维高新（600063.SH）调研快报

推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

茅玉峰

021-58766036-216

maoyf@qlsc.com.cn

王席鑫

0510-82833507

wangqxx@qlsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- I **经济回暖，公司主要产品 PVA 价格出现上涨。**受经济危机拖累，公司 PVA 产品在 08 年四季度遭遇严重需求滑坡。但随着经济的回暖，PVA 产品价格开始回升，公司二季度盈利能力明显上升。公司业绩对 PVA 价格高度敏感，随着国内经济和出口需求的回复，PVA 产品价格进一步上涨概率很大，公司下半年业绩将持续好转。
- I **销量上升，高强高膜 PVA 纤维摆脱困境。**公司高强高膜纤维主要用于出口，受经济危机的影响更大。今年 1~4 月，公司欧洲的采购商未从公司进货，严重影响到公司产品销量。但 4 月以后，欧洲采购商采购规模逐月扩大。至 7 月，采购量已经达到 1000 吨左右，恢复到正常水平。销量的上升助推公司业绩反转。
- I **新建项目陆续投产，未来两年企业增长速度增快。**为丰富产品结构，扩大销售收入，公司 2 万吨分散性胶粉已建成投入试生产。年底前公司将陆续建成 5000 吨高强高膜聚乙烯醇纤维生产线和 5 万吨醋酐生产线。随着新建项目的不断完成，公司收入和盈利能力都将获得大幅提升。
- I 09 年是公司的业绩低点，但随着国内经济和出口需求的恢复，以及新建项目的陆续投产。公司 10 年盈利能力将有大幅增长。我们预计公司 09 年、10 年和 11 年的业绩分别为 0.21，0.60 和 0.75 元。综合现在的市场特征考虑，我们认为公司股价具有较大的上升空间，给予“推荐”的投资评级。

一、公司主要产品及产能情况

公司主要产品为聚乙烯醇 PVA 及延伸产品高强高膜聚乙烯醇纤维。此外公司还拥有 240 万吨水泥及熟料生产能力，主要用于处理生产聚乙烯醇产生的电石渣和粉煤灰。

为丰富产品结构，扩大销售收入，公司 2 万吨分散性胶粉已建成投入试生产，预计今年产量在 1 万吨左右。年底前将陆续建成 5000 吨高强高膜聚乙烯醇纤维新增生产线（2009 年 11 月）和 5 万吨醋酐生产线。随着新建项目的不断完成，公司收入和盈利能力都将获得大幅提升。

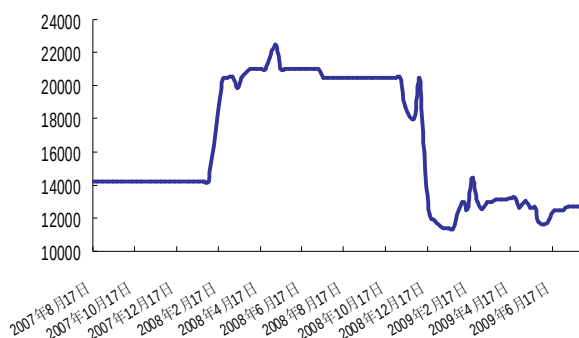
主要产品（万吨）	现有产能	年内预计新增产能	产能合计
聚乙烯醇	10		10
高强高膜聚乙烯醇纤维	1.5	0.5	2
胶粉	2		2
水泥	240		240
醋酐		5	5

二、经济回暖，PVA 价格出现上涨

受经济危机拖累，公司 PVA 产品在 08 年四季度遭遇严重需求滑坡。产品价格一度跌落至 9000 元/吨。进入 09 年后，随着经济的回暖，PVA 产品价格开始回升。目前，公司产品价格已经达到 14000 元/吨左右。（公司产品质量较好，销售价格要高于同类产品）公司二季度盈利能力明显上升，环比增长很快。

我们判断随着国内经济和出口需求的回复，PVA 产品价格进一步上涨概率很大。公司下半年业绩也将优于上半年。

图 1: 长三角地区 PVA 产品价格走势



数据来源: 化工在线 国联证券研究所

公司业绩对 PVA 价格高度敏感。PVA 价格的上涨, 直接影响到企业盈利能力的恢复。

皖维高新 PVA 产品价格对 EPS 敏感性分析

	13500	14000	14500	15000	15500	16000	16500
11780	0.13	0.20	0.27	0.34	0.41	0.49	0.56
11980	0.10	0.17	0.24	0.31	0.38	0.45	0.52
12180	0.07	0.14	0.21	0.28	0.35	0.42	0.49
12380	0.04	0.11	0.18	0.25	0.32	0.39	0.46
12580	0.00	0.08	0.15	0.22	0.29	0.36	0.43
12780	-0.03	0.04	0.12	0.19	0.26	0.33	0.40
12980	-0.06	0.01	0.08	0.15	0.23	0.30	0.37

三、销量上升, 高强高膜 PVA 纤维摆脱困境

公司高强高膜纤维主要用于出口, 受经济危机的影响要远远超过 PVA 产品。今年上半年, 公司在欧洲的采购商, 1~4 月未从公司进货, 严重影响到公司产品销量。但从 4 月以后, 欧洲采购商采购规模逐月扩大。至 7 月, 采购量已经达到 1000 吨左右, 恢复到正常水平。

我们判断下半年公司高强高膜纤维的销量将继续保持在高位, 而且销售价格也有进一步上涨的空间, 这将助推公司业绩反转。

四、经济危机加速行业整合，公司竞争力增强

PVA 行业生产技术成熟，竞争激烈。经济危机对 PVA 行业打击甚大，部分企业遭受沉重打击，行业整合速度将加快。而公司作为行业内的龙头，管理能力和技术能力相对突出。一般企业生产一吨 PVA 需要 26 吨蒸气，而公司通过技术改造后，仅需 17 吨蒸气，节约了大量成本。公司的水泥余热蒸气锅炉项目上马后，每年将能减少 3000 万元成本。

此外，公司在近年通过 PVA 产品品种的调整，优化了产品结构。PVA 产品销售价格和盈利能力都有所上升。我们判断，在新一轮的 PVA 行业整合中，公司凭借管理、技术和资金优势，竞争力将进一步增强。

五、预测及评级

受金融危机影响，公司 09 年将是业绩低点。一方面主营业务在 09 年上半年销量和售价都受到严重影响，另一方面公司从国元证券获得的投资收益，受 08 年的熊市影响也大幅缩水。

但随着实体经济和资本市场的恢复，企业盈利能力获得恢复。而且公司建设的新项目陆续投产，企业的产品结构日益丰富，产能也得到扩大，未来两年将是企业的快速扩张期。我们预计公司 09 年、10 年和 11 年的业绩分别为 0.21，0.60 和 0.75 元。综合现在的市场特征考虑，我们认为公司股价具有较大的上升空间，给予“推荐”的投资评级。

利润表		单位:百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2108	2235	3226	3957
营业成本	1822	1926	2679	3265
营业税金及附加	9	0	0	0
营业费用	25	68	102	158
管理费用	130	74	106	131
财务费用	81	78	78	68
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	34	10	30	25
营业利润	67	99	291	361
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	72	99	291	361
所得税	6	15	44	54
净利润	66	84	247	307
少数股东损益	2	9	26	33
归属母公司净利润	64	76	221	275
EBITDA	263	281	475	536
EPS (元)	0.17	0.21	0.60	0.75
资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	938	863	1152	1703
现金	362	313	425	841
应收账款	154	143	145	146
其他应收款	20	23	33	40
预付账款	123	105	151	189
存货	166	188	253	310
其他流动资产	112	91	144	177
非流动资产	2110	2496	2443	2226
长期投资	10	27	18	20
固定资产	1271	1208	1124	1028
无形资产	5	0	-3	-7
其他非流动资产	824	1261	1304	1184
资产总计	3047	3359	3594	3929
流动负债	1180	1243	1181	1200
短期借款	801	855	784	784
应付账款	85	99	97	96
其他流动负债	294	289	301	320
非流动负债	369	540	591	599
长期借款	260	281	322	360
其他非流动负债	109	259	268	239
负债合计	1549	1783	1772	1799
少数股东权益	18	27	53	85
股本	368	368	368	368
资本公积	959	959	959	959
留存收益	154	222	443	718
归属母公司股东权益	1481	1549	1770	2044
负债和股东权益	3047	3359	3594	3929

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。