

深度报告

基础化工

化学纤维

皖维高新(600063)
谨慎推荐

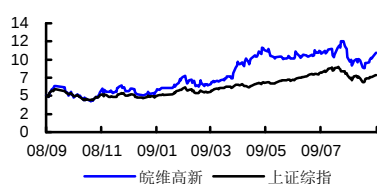
目标价: 13.58 元 昨收盘: 10.39 元

2009年9月16日

本报告的独到之处

- 指出 PVA 产业链的应用领域得到拓展, PVA 产业链需求稳定增长

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	368.08/368.08
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	3,824.34/3,824.34
上证综指/深圳成指	3,033.73/12,438.24
12 个月最高/最低(元)	11.92/3.99

财务数据

净资产值(百万元)	1,944.46
每股净资产(元)	5.28
市净率	1.97
资产负债率	49.24%
息率	0.19%

相关研究报告:

分析师: 邱伟

电话: 0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

独立性声明:

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, 特此声明。

首次覆盖

专注发展 PVA 产业链

● 纺织、房地产行业复苏将带动 PVA 业务转好

聚乙烯醇(PVA)是应用广泛的环保型材料, 其中纺织浆料和涂料、粘合剂领域需求约占 70% 左右。国内房地产建筑装潢领域市场的开拓使得皖维高新 PVA 业务在金融危机导致出口需求下滑的情况下, 产销量与 08 年持平保持稳定, 09 年 1-8 月的开工率在 90% 以上。

纺织行业、房地产行业的复苏, 将拉动 PVA 产品的需求。皖维高新 PVA 月度销量已增长至 5000 吨以上, 与 08 年同期持平。

● 出口市场复苏将利好高强高模 PVA 纤维业务

高强高模 PVA 纤维具有增强水泥板韧性的功能, 在欧美发达国家得到广泛应用, 60% 产品出口欧洲市场。金融危机导致国际市场需求下滑, 但 7 月以来出口量逐月回升, 逐渐接近 08 年同期水平。随着欧美发达国家经济的逐步复苏, 出口形势逐步转好, 高强高模 PVA 纤维业务将逐步回暖。

● 新建项目完善 PVA 产业链、拓展下游需求

皖维高新年产 2 万吨可再分散性胶粉项目已于 8 月建成并开始试生产, 胶粉环保、分散性能好的特点使其在建材领域广泛应用, 潜在市场需求大。

增发募集资金建设的 5 万吨醋酐项目预计 09 年底建成, 项目建成后将打破目前的 PVA 产能瓶颈, PVA 产量将提高到 10 万吨, 实现产业链的优化。

● 风险提示

下游纺织、房地产行业复苏存在低于预期可能, 会影响公司 PVA 业务; 新建的可再分散性胶粉和醋酐项目的建设及市场开拓进展存在不确定性。

● 合理价值在 12.81~14.35 元/股, 首次给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.21、0.49、0.82 元, 对应目前价格的市盈率为 49、21、13 倍, 合理价值区间为 12.81-14.35 元/股, 首次给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,818.42	2,107.81	1,905.96	2616.81	3801.82
(+/-%)	26.84%	15.91%	-9.58%	37.30%	45.28%
净利润(百万元)	80.64	63.95	76.98	180.34	302.25
(+/-%)	84.47%	-20.70%	20.37%	134.29%	67.60%
每股收益(元)	0.33	0.17	0.21	0.49	0.82
EBIT Margin	8.74%	5.78%	7.02%	10.46%	11.65%
净资产收益率(ROE)	2.94%	4.32%	5.00%	10.77%	15.90%
市盈率(PE)	31.62	59.80	49.43	21.18	12.66
EV/EBITDA	17.16	21.93	23.66	15.94	10.67
市净率(PB)	0.93	2.58	2.48	2.28	2.01

投资摘要

给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 PVA 业务稳定发展，可能受益于纺织行业和房地产行业复苏；出口市场的复苏也将推动高强高模 PVA 纤维业务，新增的可再分散性胶粉、醋酐项目将贡献新的利润增长点。我们预计 09-11 年 EPS 为 0.21、0.49、0.82 元，对应目前股价（10.39 元）的动态市盈率为 49 倍、21 倍、13 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 12.81-14.35 元/股，给予“谨慎推荐”评级。

核心假设

（1）下游需求好转推动 PVA 产品销量稳定，09、10 年销量较 08 年小幅增长至 7.5 万吨、7.7 万吨，PVA 价格也小幅回升至 13500-14500 元/吨左右；高强高模 PVA 纤维受益于出口复苏销量逐步恢复至历史平均水平；

（2）新建的可再分散性胶粉项目市场开拓顺利，09 年即实现 5000 吨销量，10、11 年产销达到公司预期；5 万吨醋酐项目于 2009 年年底投产，并在 2010 年初调试完成。

我们认为市场可能低估了 PVA 产业的市场空间

市场可能对于 PVA 产业的需求存在误区。PVA 的下游需求已不再以维纶纤维为主，纺织浆料、涂料和粘合剂等非纤维应用领域的拓展使得 PVA 需求量稳定增长，1995 年-2007 年 PVA 表观消费量复合增长率达到 7.96%，2008 年 PVA 产量为 47.78 万吨。PVA 薄膜、高强高模 PVA 纤维等下游应用的进一步拓展，将会促进 PVA 需求量的进一步增长。

下游行业复苏、出口复苏催动股价上涨

下游纺织行业、房地产行业的复苏将推动 PVA 产品的需求，出口复苏也将拉动 PVA 高强高模纤维的出口，进而推动股价上涨。

核心假设的主要风险

- 1、下游纺织、房地产行业的复苏可能低于预期，影响 PVA 产品市场需求；
- 2、公司主要原料电石需要外购，成本较高，存在电石价格高于预期影响产品毛利的风险；
- 3、可再分散性胶粉作为公司新产品，在市场开拓中可能面临一定困难，存在市场开拓进展低于预期的风险；
- 4、醋酐项目的建设进度具有一定不确定性，可能低于我们的预期，建成后的调试进展也可能影响实际产能的释放。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法：9.95~14.35 元/股	5
相对估值法：12.81-14.61 元/股	5
给予“谨慎推荐”的投资评级	6
皖维高新：以PVA产业链为核心	6
PVA业务可能受益于纺织、房地产行业复苏	7
PVA应用领域广泛，需求量稳步提高	7
皖维高新PVA业务 2H09 将回暖	8
出口市场复苏将利好高强高模PVA纤维	9
新增项目完善PVA产业链、拓展下游需求	10
可再分散性胶粉性能优异	10
5 万吨醋酐项目打破产能瓶颈，实现产业链优化	10
水泥粉磨站项目提高水泥产品比例	11
国元证券股权提升安全边际，发行债券改善公司贷款结构	11
首次给予“谨慎推荐”评级	12
核心假设的主要风险	13
附表 1：财务预测与估值	14
国信证券投资评级	15
免责声明	15

图表目录

图 1: 皖维高新销售收入构成	6
图 2: 皖维高新 1H09 销售毛利构成	6
图 3: 皖维高新产业链	7
图 4: PVA 下游需求分布	7
图 5: 1995-2008 年中国 PVA 产销量变化	8
图 6: PVA 产品价格 09 年 4 月开始回升	8
图 7: 高强高模 PVA 纤维生产企业产能分布	9
图 8: 高强高模 PVA 纤维出口市场分布	9
图 9: 中国醋酐消费构成	10
表 1: 皖维高新三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	5
表 4: 国内同类上市公司盈利预测与估值水平比较	6
表 5: 中国主要 PVA 生产企业产能、产量情况	8
表 6: 可再分散性胶粉与普通建筑胶水优劣势比较	10
表 7: 公司分业务收入、毛利预测	12

估值与投资建议

绝对估值法：9.95~14.35 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行绝对估值。皖维高新的 PVA 业务发展稳定，未来可能受益于纺织行业、房地产行业的复苏；PVA 高强高模纤维业务出口将复苏，国内市场的逐步开拓将促使 PVA 高强高模纤维业务增长；新增可再分散性胶粉和醋酐项目将提供新的利润增长点。

我们预计公司 09-11 年收入增长率分别为-9.58%、37.30%、45.28%，2018 年后为永续增长期，假定永续增长率为 2%，具体假设请见下表据此我们认为公司绝对估值的合理区间为 9.95-14.35 元，价值中枢为 11.89 元。

表 1: 皖维高新三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	15.91%	-9.58%	37.30%	45.28%	21.00%	12.00%	10.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本 / 销售收入	81.46%	79.09%	76.63%	76.50%	76.45%	76.40%	76.45%	76.40%	76.40%	76.40%	76.40%
管理费用 / 销售收入	6.11%	7.50%	6.50%	6.00%	5.95%	5.90%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%
所得税税率	8.21%	8.00%	9.00%	12.00%	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比例	151.17%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	Ke	12.6%
无风险利率	4.00%	风险溢价	6.00%
行业平均 Beta	1.03	E/(D+E)	70.26%
Kd	6.00%	D/(D+E)	29.74%
实际所得税率 T	12%	WACC	10.41%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	9.4%	9.9%	10.41%	10.9%	11.4%
3.0%	17.56	15.43	13.59	12.00	10.61
2.5%	16.26	14.35	12.69	11.24	9.96
2.0%	15.13	13.40	11.89	10.55	9.37
1.5%	14.15	12.57	11.18	9.95	8.85
1.0%	13.28	11.83	10.54	9.40	8.37

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：12.81-14.61 元/股

皖维高新持有国元证券 6598 万股，每股皖维高新折合国元证券股权为 0.18 股，以 2009 年 9 月 15 日国元证券收盘价 21.23 元计算，估算该部分股权价值 3.81 元。

对于皖维高新的聚乙烯醇(PVA)业务估值，我们选取国内涉及聚乙烯醇(PVA)业务的上市公司山西三维(600409)、云维股份(000822)作为参考，皖维高新(600063)扣除国元证券的投资收益后公司 2010 年主业每股收益可达 0.45 元/

股，对应 20-24 倍的市盈率其合理价格区间为 9.00-10.80 元/股，加上国元证券股权，其合理价格区间为 12.81-14.61 元。

表 4: 国内同类上市公司盈利预测与估值水平比较

公司名称	代码	股价 09/09/11	EPS			PE			PB
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E
云维股份	600725	15.88	0.10	0.60	0.92	158.8	26.5	17.3	2.85
山西三维	000755	8.68	0.03	0.38	0.52	289.3	22.8	16.7	1.87
平均						448.1	24.7	17.0	2.36

资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

给予“谨慎推荐”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 12.81-14.35 元/股，价值中枢为 13.58 元/股，给予公司“谨慎推荐”投资评级。

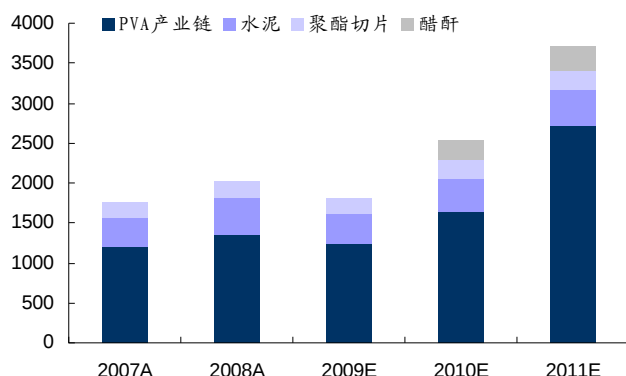
皖维高新：以 PVA 产业链为核心

安徽皖维新材料股份有限公司是由安徽省维尼纶厂发起设立的股份有限公司，于 1997 年在上证所上市。公司第一大股东为安徽皖维集团，持有 1.41 亿股，占公司总股本的 38.40%。

公司目前拥有 10 万吨/年聚乙烯醇（PVA）、1.5 万吨/年高强高模 PVA 纤维、300 万吨/年水泥熟料的生产能力。新建的 2 万吨/年可再分散性胶粉已于 8 月建成投产，在建项目 5000 吨/年高强高模 PVA 纤维、5 万吨/年醋酐预计也将于 09 年年底建成。

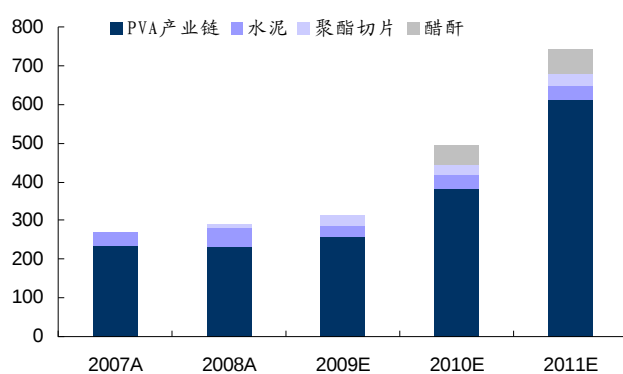
皖维高新以 PVA 产业链业务为核心，发展 PVA 产业链产品。包括 PVA、高强高模 PVA 纤维、可再分散性胶粉的 PVA 产业链产品占据了公司 08 年销售收入的 67%和销售毛利的 79%，预计未来三年其比重还将进一步提高。

图 1: 皖维高新销售收入构成 单位: 百万元



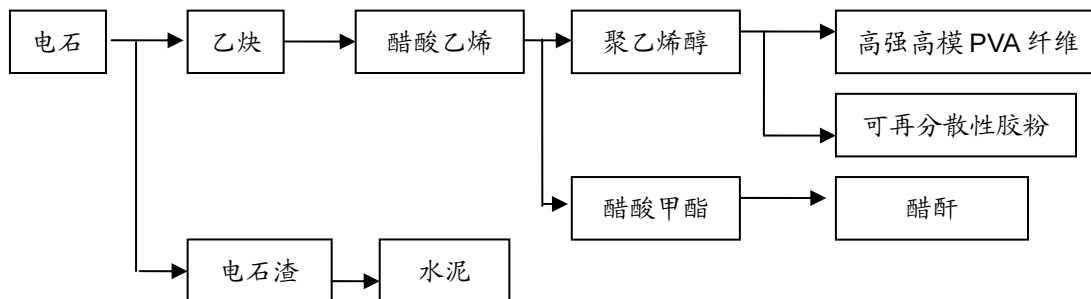
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 2: 皖维高新 1H09 销售毛利构成 单位: 百万元



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 3: 皖维高新产业链



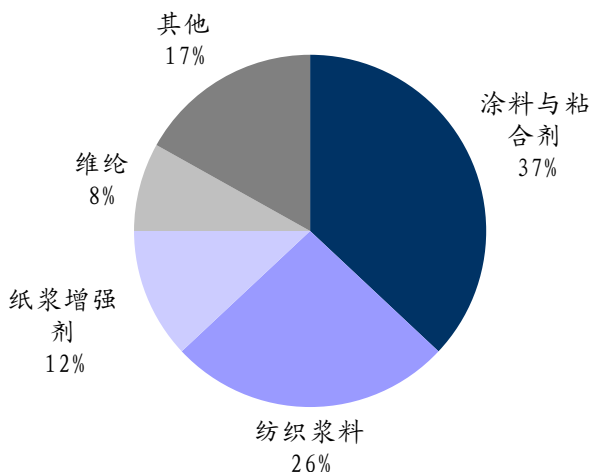
资料来源: 国信证券经济研究所

PVA 业务可能受益于纺织、房地产行业复苏

PVA 应用领域广泛, 需求量稳步提高

聚乙烯醇 (PVA) 外观为白色粉末, 是一种用途广泛、性能良好的水溶性高分子聚合物, 在土壤中可以完全生物降解, 是一种环保型的材料。PVA 主要用于纺织行业的经纱浆料、织物整理剂、维尼纶纤维, 建筑装潢行业胶水、内外墙涂料、粘合剂, 以及在造纸行业中作为纸浆增强剂等。其中, 纺织浆料、涂料和粘合剂领域需求占比最大, 约占据 70% 左右。

图 4: PVA 下游需求分布

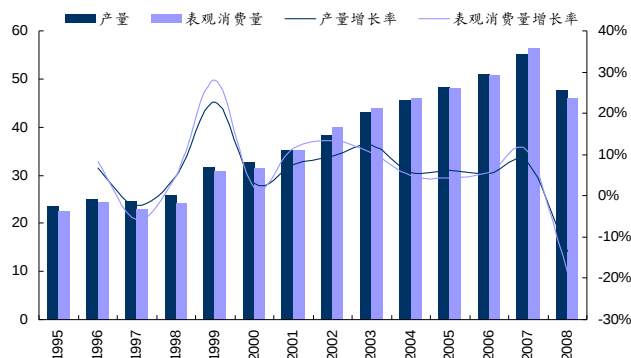


资料来源: 国信证券经济研究所

下游需求领域的拓展增加了对 PVA 的需求，PVA 产销量保持了稳定的增长，1995 年-2007 年的表观消费量复合增长率达到 7.96%。受金融危机影响，2008 年 PVA 产量仅为 47.78 万吨，较 07 年下降 13.4%；PVA 价格也从 22000 元/吨跌至最低不到 10000 元/吨。

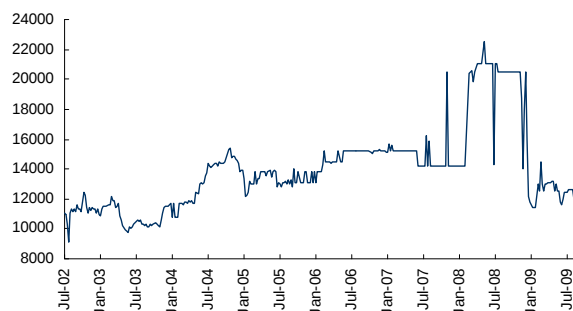
随着下游纺织、房地产行业的逐步复苏，PVA 需求也逐步增长，5 月开始销量环比逐步回升，行业开工率也开始提高。

图 5：1995-2008 年中国 PVA 产销量变化



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 6：PVA 产品价格 09 年 4 月开始回升



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

皖维高新 PVA 业务 2H09 将回暖

皖维高新现有 10 条 PVA 生产线共计产能 10 万吨/年，08 年 PVA 产量达到 8.5 万吨，产能和产量均是国内第一，占据国内产量 17.89% 的份额。

表 5：中国主要 PVA 生产企业产能、产量情况

生产商名称	产能（万吨/年）	产能占比	08 年产量	产量占比
安徽皖维高新材料股份有限公司	10.0	17.01%	8.53	17.89%
山西三维集团股份有限公司	10.0	17.01%	6.94	14.56%
中国石化集团四川维尼纶厂	6.5	11.05%	5.92	12.42%
上海石化股份有限公司化工事业部	4.5	7.65%	4.16	8.72%
福建纺织化纤集团有限公司	4.5	7.65%	3.48	7.30%
湖南省湘维有限公司	4.5	7.65%	3.99	8.37%
广西维尼纶集团有限公司	3.5	5.95%	1.69	3.54%
北京东方石油化工有限公司有机厂	3.0	5.10%	1.47	3.08%
江西化纤化工有限责任公司	3.5	5.95%	3.33	6.98%
贵州水晶有机化工（集团）有限公司	3.0	5.10%	1.67	3.50%
云南云维股份有限公司	2.8	4.76%	2.80	5.87%
石家庄化工化纤有限公司	1.0	1.70%	1.22	2.56%
兰州新西部维尼纶有限公司	2.0	3.40%	2.48	5.20%
合计	58.8	100%	47.68	100%

资料来源：国信证券经济研究所

尽管金融危机导致主要出口市场欧洲（占 70% 以上）的需求下滑，出口占比也从 20% 降至 1H09 的 10% 左右。但通过开拓国内房地产建筑装饰领域市场，皖维高新 1H09 PVA 产销量基本与 08 年同期持平。1H09 皖维高新 PVA 产量达 4.2 万吨，09 年 1-8 月生产装置基本满产，库存也保持在半个月的生产水平，预计 09 年 PVA 产量将与 08 年持平或略高。

随着纺织行业、房地产行业的复苏，将拉动对 PVA 产品的需求，PVA 业务逐渐回暖。皖维高新的 PVA 产品价格从 08 年 12 月中旬 9700 元/吨的最低谷开始缓慢回升至 14000 元/吨左右的水平，价格上涨后产品销量逐步增长，月度销量增长至 5000 吨以上，与 08 年平均水平基本持平。1H09 PVA 业务毛利率 18.62%，较

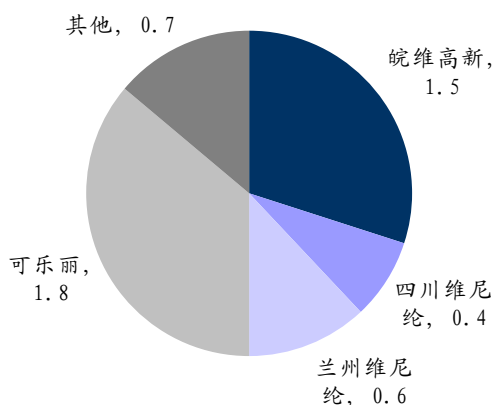
08 年的 17.44% 上升了 1.18 个百分点。

出口市场复苏将利好高强高模 PVA 纤维

高强高模 PVA 纤维添加到水泥中，具有增强水泥板韧性的功能，可以在建筑领域替代石棉，添加了高强高模 PVA 纤维的纤维水泥在欧盟、美国、东南亚等被大量使用。

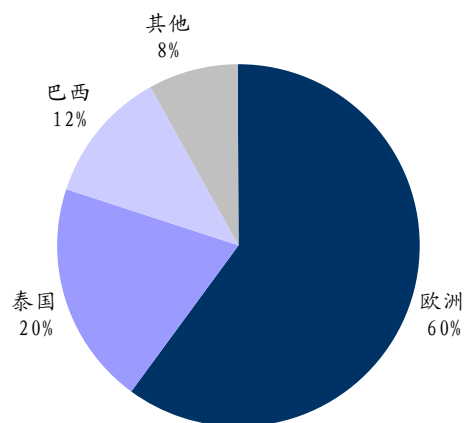
皖维高新现有 10 条生产线共计 1.5 万吨高强高模纤维产能，仅次于日本可乐丽公司，产能规模居全球第二。目前在建的 5000 吨产能预计将于 09 年底建成投产，未来公司总体规划的高强高模 PVA 纤维产能将达到 3.5 万吨。

图 7：高强高模 PVA 纤维生产企业产能分布



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 8：高强高模 PVA 纤维出口市场分布



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

高强高模 PVA 纤维产品主要用于出口，国际市场对高强高模 PVA 纤维的潜在需求量约为 8-10 万吨/年，其中欧洲市场占据了 60% 的份额。受金融危机影响，欧洲市场需求下滑明显，公司出口销量同比下降在 30% 左右。公司通过开拓南非、土耳其、巴西等国市场，以及逐步培育国内市场，减少销售压力；同时，公司半年一签的定价模式使得公司维持了价格稳定，高强高模 PVA 纤维出口依旧维持了 20.86% 的毛利率。09 年 5 月新签合同价格虽略有下降，但原材料价格的下跌保证了毛利率的稳定。7 月以来，高强高模 PVA 纤维销量环比回升，7 月、8 月出口量分别约为 780 吨、1000 吨，逐渐接近 08 年同期水平。

随着欧美发达国家经济的逐步复苏，以及公司海外市场开拓力度的加大，出口形势将逐步转好，高强高模 PVA 纤维业务也将逐步回暖；国内市场的逐步培育成熟，将成为高强高模 PVA 纤维需求新的增长点。

新增项目完善 PVA 产业链、拓展下游需求

可再分散性胶粉性能优异

可再分散性胶粉是经过喷雾干燥并进一步改性的干粉乳胶，不含甲醛而具有环保优势，是用于建筑砂浆、墙体保温、外墙装修新型环保粉体建材。与普通 PVA 粘合剂相比，由于可再分散性胶粉本身无粘性，胶粉与粉体建材配合能够发挥其良好的分散性特点，加水后与各种基材的粘结性都非常好，起到提高粘结力、内聚力等性能的作用。可再分散性胶粉在砂浆中添加比例在 3%-5% 左右，一个年产 20 万吨的砂浆站，每年就需约 5000 吨胶粉。

皖维高新年产 2 万吨可再分散性胶粉项目已于 8 月建成并开始试生产，自有醋酸乙烯、PVA 原料优势使得产品具有成本优势，将成为公司新的利润增长点。

表 6: 可再分散性胶粉与普通建筑胶水优劣势比较

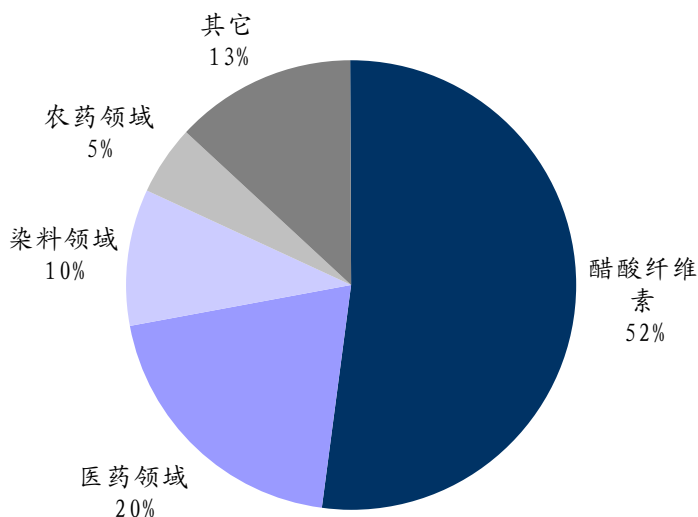
	普通建筑胶水	可再分散性胶粉
环保	含有甲醛	不含甲醛
分散性	本身具有粘性，难以均匀分散	本身无粘性，加水具有粘性，粉状搅拌可以达到均匀分散

资料来源：国信证券经济研究所

5 万吨醋酐项目打破产能瓶颈，实现产业链优化

皖维高新增发募集资金建设的 5 万吨醋酐项目预计 09 年底建成，利用 PVA 中副产的醋酸甲酯生产醋酐，实现了产业链的优化。醋酐产品用于生产醋酸纤维素、医药中间体、染料中间体等。

图 9: 中国醋酐消费构成



资料来源：国信证券经济研究所

皖维高新采用醋酸甲酯羰基合成法生产醋酐，解决了 PVA 生产中的醋酸甲酯利用问题。醋酸甲酯生产醋酐，不仅生产出醋酐产品出售给市场，还能节约蒸汽能源，打破 PVA 产能瓶颈，皖维高新的 PVA 产量能够提高到 10 万吨。

PVA 生产中，生产 1 吨 PVA 副产约 1.5 吨醋酸甲酯，醋酸甲酯的利用一直是 PVA 生产企业的难题。目前，多采取将醋酸甲酯分解为醋酸和甲醇后用于生产 PVA 的方式，但分解每吨醋酸甲酯需消耗 5 吨蒸汽。5 万吨醋酐项目建成后将节约蒸汽

约 25 万吨，按蒸汽价格 100 元/吨计算，将节约能源费用约 2500 万元。

水泥粉磨站项目提高水泥产品比例

皖维高新利用电石渣生产水泥熟料，拥有 300 万吨/年熟料和 60 万吨/年水泥的生产能力。公司石灰石储量丰富，石灰石原料供应充足，并自备 4 亿千瓦时/年发电能力。

在建的 100 万吨水泥粉磨站项目预计将于 09 年底建成，建成后将提高公司水泥生产能力至 160 万吨/年，提高产品中外销水泥的比例。

国元证券股权提升安全边际，发行债券改善公司贷款结构

皖维高新持有国元证券 6597 万股、4.51%的股权，08 年分红贡献投资收益 1188 万元。按 09 年 9 月 15 日 21.23 元/股的收盘价，这部分股权的市值达 14.0 亿元；皖维高新每股折合国元证券股权为 0.18 股，提升了公司的安全边际。

2009 年 8 月 18 日，公司获证监会批准发行 5 亿元公司债券。公司债的发行，有利于改善公司目前以短期借款为主的贷款结构，有利于缓解公司较为紧张的现金流。

首次给予“谨慎推荐”评级

1H09 皖维高新实现销售收入 7.98 亿元，同比下降 25.17%；归属于母公司股东的净利润 3783 万元，同比下降 46.85%，主要原因在于产品价格下跌和参股公司国元证券股利减少。

二季度公司业绩明显好转：2Q09 实现销售收入 4.13 亿元，环比增长 7.30%；归属于母公司所有者净利润 3290 万元，同比增长 58.21%，环比增长 566.08%，剔除投资收益因素后同比增长 4.10%，环比增长 320.05%。

我们认为，PVA 业务有望受益于国内经济逐步复苏，房地产、纺织、造纸等行业需求回暖将拉动对 PVA 的需求，高强高模 PVA 纤维出口也将受益于欧洲经济逐步恢复；新增 2 万吨可再分散性胶粉、5 万吨醋酐项目的投产，延伸、完善了公司 PVA 产业链，增强了 PVA 产业链的竞争力，将提供新的利润增长点。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.21、0.49、0.82 元，首次给予“谨慎推荐”投资评级。

表 7：公司分业务收入、毛利预测

PVA	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（万吨）	7.61	7.5	7.7	7.7
销售价格（元/吨）	12841	11794	11912	11912
生产成本（元/吨）	10601	9394	9441	9441
销售收入（百万元）	977.19	884.57	917.24	917.24
毛利（百万元）	170.44	180.02	190.29	190.29
毛利率（%）	17.44%	20.35%	20.75%	20.75%
高强高模 PVA 纤维	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（万吨）	1.64	1.20	1.80	2.30
销售价格（元/吨）	23268	22820	23049	23279
生产成本（元/吨）	19552	18060	18060	18060
销售收入（百万元）	381.59	273.84	414.87	535.42
毛利（百万元）	60.95	57.12	89.79	120.03
毛利率（%）	15.97%	20.86%	21.64%	22.42%
水泥	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（万吨）	196	200	220	230
销售价格（元/吨）	232	188	192	195
生产成本（元/吨）	206	176	177	179
销售收入（百万元）	454.18	376.87	422.85	448.70
毛利（百万元）	50.80	25.40	32.37	36.39
毛利率（%）	11.19%	6.74%	7.65%	8.11%
胶粉	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（万吨）	-	0.5	2	2
销售价格（元/吨）	-	14950	15500	15500
生产成本（元/吨）	-	10280	10280	10280
销售收入（百万元）	-	74.75	310	310
毛利（百万元）	-	23.35	104.40	104.40
毛利率（%）	-	31.24%	33.68%	33.68%
醋酐	2008	2009E	2010E	2011E
销售量（万吨）	-	-	4	5
销售价格（元/吨）	-	-	6000	6000
生产成本（元/吨）	-	-	4800	4800
销售收入（百万元）	-	-	240	300
毛利（百万元）	-	-	48.00	60.00

毛利率 (%)	-	-	20.00%	20.00%
其他	2008	2009E	2010E	2011E
收入	294.84	295.92	311.84	1,290.47
成本	290.83	272.63	288.26	1,065.88
毛利率 (%)	1.36%	7.87%	7.56%	17.40%
合计	2008	2009E	2010E	2011E
收入	2,107.81	1,905.96	2,616.81	3,801.82
收入增长率 (%)	15.91%	-9.58%	37.30%	45.28%
成本	1,821.61	1,596.77	2,128.38	3,066.13
综合毛利率 (%)	13.58%	16.22%	18.67%	19.35%

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心假设的主要风险

- 1、下游纺织、房地产行业的复苏可能低于预期，影响 PVA 产品市场需求；
- 2、公司主要原料电石需要外购，成本较高，存在电石价格高于预期压低产品毛利的风险；
- 3、可再分散性胶粉作为公司新产品，在市场开拓中可能面临一定困难，存在市场开拓进展低于预期的风险；
- 4、醋酐项目的建设进度具有一定不确定性，可能低于我们的预期，建成后的调试进展也可能影响实际产能的释放。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	362	362	362	362	营业收入	2108	1906	2617	3802
应收款项	285	258	354	515	营业成本	1822	1597	2128	3066
存货净额	166	146	194	281	营业税金及附加	9	11	15	22
其他流动资产	124	112	154	223	销售费用	25	21	29	43
流动资产合计	938	878	1064	1382	管理费用	130	143	170	228
固定资产	1350	1808	2780	2762	财务费用	81	74	102	126
无形资产及其他	5	4	4	4	投资收益	34	12	15	15
投资性房地产	746	746	746	746	资产减值及公允价值变动	(7)	5	5	5
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	0	(0)	(0)	0
资产总计	3047	3446	4605	4903	营业利润	67	77	192	337
短期借款及交易性金融负债	911	1285	1778	1827	营业外净收支	5	11	11	11
应付款项	145	127	169	246	利润总额	72	88	203	348
其他流动负债	123	110	145	210	所得税费用	6	7	18	42
流动负债合计	1180	1523	2093	2282	少数股东损益	2	4	4	4
长期借款及应付债券	260	260	715	600	归属于母公司净利润	64	77	180	302
其他长期负债	109	109	109	109					
长期负债合计	369	369	824	709					
负债合计	1549	1892	2917	2991					
少数股东权益	18	16	14	12					
股东权益	1481	1538	1674	1900					
负债和股东权益总计	3047	3446	4605	4903					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	64	77	180	302
资产减值准备	4	(7)	0	0
折旧摊销	115	101	138	180
公允价值变动损失	7	(5)	(5)	(5)
财务费用	81	74	102	126
营运资本变动	1154	21	(109)	(177)
其它	(5)	5	(2)	(2)
经营活动现金流	1340	192	203	298
资本开支	(110)	(547)	(1106)	(156)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(110)	(547)	(1106)	(156)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	63	0	(45)	(115)
支付股利、利息	(97)	(19)	(45)	(76)
其它融资现金流	(1133)	374	493	48
融资活动现金流	(1202)	355	903	(142)
现金净变动	28	0	0	0
货币资金的期初余额	334	362	362	362
货币资金的期末余额	362	362	362	362
企业自由现金流	1281	(302)	(827)	237
权益自由现金流	210	5	(472)	59

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.17	0.21	0.49	0.82
每股红利	0.26	0.05	0.12	0.21
每股净资产	4.02	4.18	4.55	5.16
ROIC	4%	4%	7%	9%
ROE	4%	5%	11%	16%
毛利率	14%	16%	19%	19%
EBIT Margin	6%	7%	10%	12%
EBITDA Margin	11%	12%	16%	16%
收入增长	16%	-10%	37%	45%
净利润增长率	-21%	20%	134%	68%
资产负债率	51%	55%	64%	61%
息率	2.6%	0.5%	1.2%	2.1%
P/E	57.1	47.4	20.2	12.1
P/B	2.5	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	21.9	23.7	15.9	10.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
周炳林	0755-82133339		赵 谦	021-68866295		孙菲菲	0755-82133400	
林松立	010-82254212		崔 嵘	021- 68866202		黄金香	010-82252922	
			廖 喆	021-68866236		高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		李筱筠	010-82254205	
谈 煊	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		黄海培	021-68864598	
戴志锋	0755-82133343					陈 玲	0755-82133400	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160		胡鸿柯	021-68866206	
左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922		吴美玉	010-82252911	
基础化工			医药			石油与石化		
邱 伟	0755-82133263		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-68866252	
陆 震	0755-82130532		丁 丹	0755-82130678		严蓓娜	021- 68866253	
张栋梁	0755-82130532		陈 栋	021-68866235				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236		彭 波	0755-82133909	
皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237		李洪冀	010-82252922	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-68864007		武建刚	010-82250828		严 平	021- 68865025	
谢达成	021-68866236		王一峰	010-82250828		程 峰	021-68864599	
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		凌 晨	021-68866233	
电子元器件			纺织服装			农业		
王俊峰	010-82254205		方军平	021-68866202		张 如	021-68866233	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-68866237		黄 茂	0755-82133476		杨 昕	021-68864596	
刘智景	021-68866233		谢鸿鹤	0755-82130646		徐蔚昌	021-68866233	
煤炭			建筑			中小股票		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		高芳敏	021-68864586	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		陈爱华	0755-82133397	
固定收益			投资基金			量化投资		
李怀定	021-68866233		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
张 旭	010-82254210		黄志文	0755-82130532		董艺婷	021-68866946	
高 宇	0755-82131822		秦国文	0755-82131822		戴 军	021-68864585	
			刘舒宇	0755-82131822		林晓明	021-68866946	
指数与产品设计								
焦 健	0755-82131822							
赵学昂	0755-82131822							
王军清	0755-82133297							
阳 瑾	0755-82131822							
周 琦	0755-82131822							

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				