

皖维高新 (600063): 产能扩张南下北上, 巩固行业龙头地位

增持 (维持)

化纤

当前股价: 12.83 元 目标价: 16 元

报告日期: 2010 年 3 月 3 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

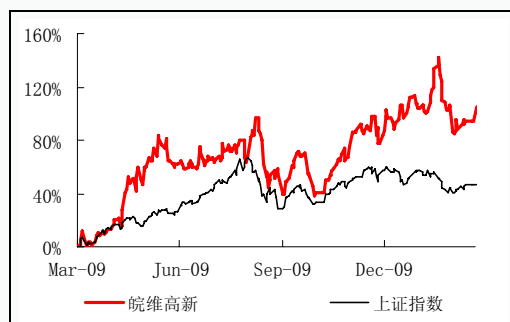
	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2,108	1,672	3,018	3,980
(+/-)	15.9%	-20.7%	80.5%	31.9%
营业利润	67	48	212	288
(+/-)	-23.6%	-28.9%	344.3%	35.8%
归属于母公司 的净利润	64	51	188	239
(+/-)	-20.7%	-19.7%	266.8%	26.8%
每股收益 (元)	0.17	0.14	0.51	0.65
市盈率 (倍)	72	90	25	19

注: 每股收益为全面摊薄后计算

公司基本情况 (2010 年 3 月 3 日止)

总股本/已流通股 (万股)	36,808/36,808
流通市值 (亿元)	47.22
每股净资产 (元)	5.77
资产负债率 (%)	50.62

股价表现 (最近一年)



联系人: 苏文杰

010-66045756 suwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

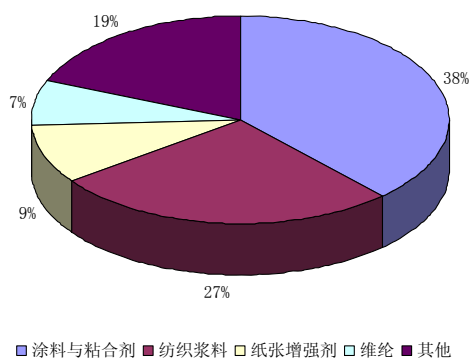
服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年公司实现营业收入 16.72 亿元, 同比减少 20.68%; 实现利润总额 5532 万元, 同比减少 22.93%; 实现归属于母公司所有者的净利润 5138 万元, 同比减少 19.65%; 基本每股收益 0.14 元, 符合我们预期。
- PVA 价格降低及 PVA 超短纤需求不振使得公司营业收入同比减少 21%。公司主营产品有 PVA、PVA 超短纤、聚酯切片等。受金融危机影响, PVA 需求不振, 2009 年 PVA 均价为 12395 元/吨, 同比降低 35.33%, 价格降低使得 PVA 营业收入同比减少 12.19%。PVA 超短纤主要用于出口, 受金融危机的影响, 超短纤的营业收入同比减少 42.87%。
- 投资收益及营业收入减少使得净利润同比减少。2009 年公司获得投资收益 1249 万元, 同比减少 63%, 主要是由于国元证券红利款同比减少 2111 万元所致, 影响每股收益 0.06 元。投资收益及营业收入减少综合使得归属于母公司净利润同比减少 19.65%。
- 动态调整原料采购比例, 逆境中综合毛利率同比略有提高。2009 年公司主营产品 PVA 价格同比下降 35.33%, 而其原材料电石价格却仅下降 17.08%, 为应对成本压力, 公司根据电石及醋酸乙烯的市场价格变动情况, 动态调整电石和醋酸乙烯的采购比例来控制成本, 使得 2009 年公司综合毛利率达到 14.10%, 同比提高了 0.52 个百分点。
- 产能扩张南下北上, 巩固行业龙头地位。2009 年, 公司紧抓金融危机带来的有利于低成本扩张的机遇, 南下收购了广西广维, 2010 年将投资建设生物质制聚乙烯醇生产线, 使用全新的工艺路线, 采用酒精制乙烯合成醋酸乙烯生产聚乙烯醇产品; 北上内蒙组建蒙维科技, 将依托内蒙古地区丰富的煤、电、电石等资源优势, 分期建设年产 20 万吨醋酸乙烯和年产 10 万吨聚乙烯醇生产装置, 在资源产地生产聚乙烯醇产品, 就近销售到环渤海湾经济圈, 实现能源资源就地转化, 进一步巩固行业龙头地位。
- 2010 年公司经营目标 (合并口径): 生产电石 12 万吨, 销售 8 万吨; 生产聚乙烯醇 9.6 万吨, 销售 7.9 万吨; 生产销售高强高模聚乙烯醇纤维 1.6 万吨、醋酐 2 万吨、可再分散性胶粉 2 万吨、VAE 产品 5 万吨。



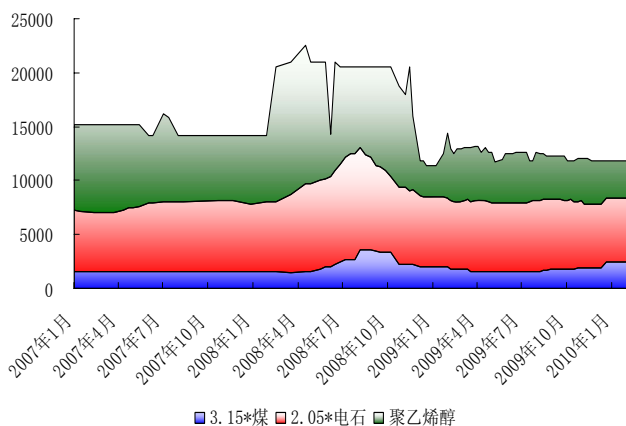
- **涂料及纺织复苏推动聚乙烯醇需求回暖，PVA 价格有望反弹。**我国 PVA 的主要应用领域包括涂料与粘合剂、纺织浆料等。2009 年初以来我国纺织服装内需强劲，出口也在 12 月份达到单月正增长，这表明我国纺织服装的需求复苏形势良好。就涂料来说，2009 年下半年以来月度产量增速不断提高，从 7 月份的 6.30% 上升到 12 月份的 38.24%，这表明涂料的需求也在持续好转。需求好转使得我们对于 PVA 的需求回暖充满期待，预计 2010 年 PVA 价格将有望反弹。
- **风险提示。**（1）电石及 PVA 价格变动超预期；（2）高模高强 PVA 出口情况的不确定性；（3）醋酐等项目投产情况不达预期。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.51 元和 0.65 元，以 3 月 2 日收盘价 12.83 元计算，对应的动态市盈率分别为 25 倍和 20 倍，但考虑到每股皖维高新股权包含了 0.18 股国元证券股权，3 月 2 日国元证券收盘价为 18.35 元/股，增厚每股价值 3.29 元，若刨除国元证券股权价值，则 2010-2011 年对应的动态市盈率分别为 19 倍和 15 倍，考虑到公司产能扩张南下北上，需求增长有望推动 PVA 价格回暖，我们维持公司“增持”的投资评级。

图表 1 我国 PVA 消费构成



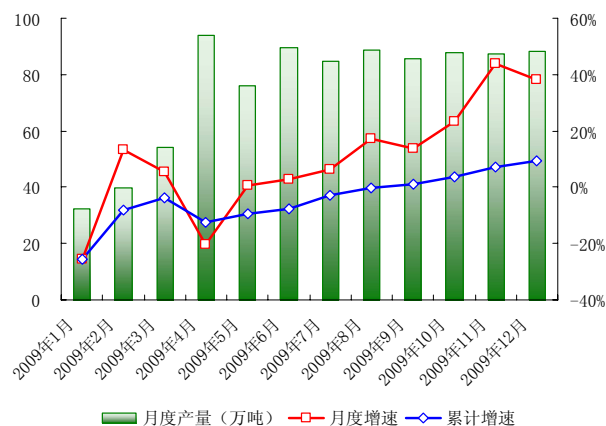
资料来源：天相投顾

图表 2 电石法聚乙烯醇价差图



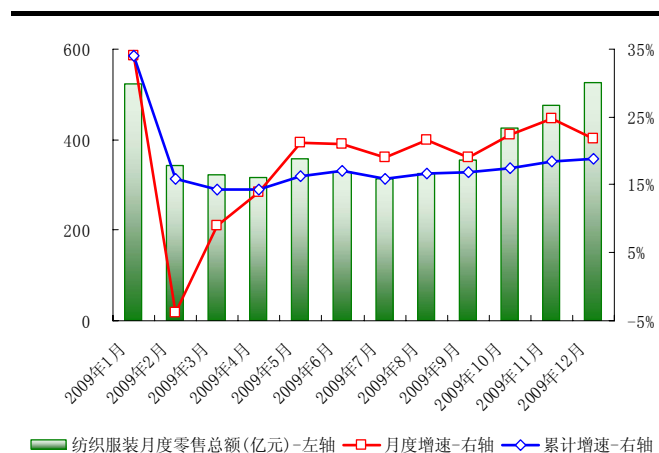
资料来源：化工在线，中国煤炭市场网，天相投顾

图表 3 我国涂料产量及增速情况



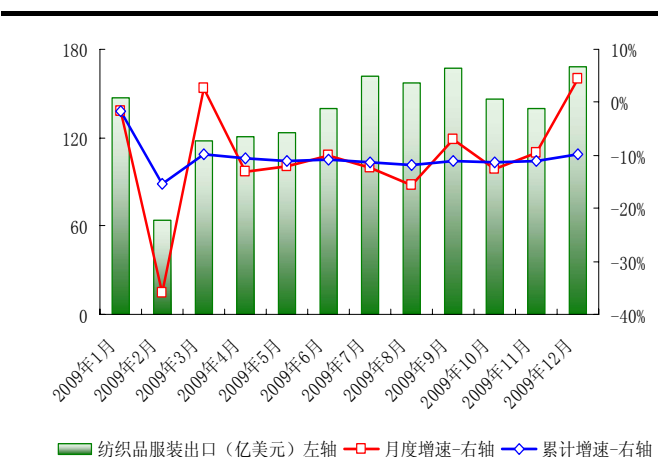
资料来源：石化工业协会，中经网，天相投顾

图表 4 我国纺织服装零售总额及增速



资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 5 我国纺织服装出口情况



资料来源：海关总署，天相投顾



图表 6 皖维高新盈利预测（万元）

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	210,781	167,196	301,785	398,017
增长率 (%)	15.91%	-20.68%	80.50%	31.89%
减：营业成本	182,161	143,625	250,244	331,270
营业税金及附加	939	472	604	796
资产减值损失	717	-242	-302	0
毛利率 (%)	12.79%	13.96%	16.98%	16.57%
减：销售费用	2,479	2,558	4,527	5,970
管理费用	13,027	11,783	21,125	25,871
财务费用	8,144	5,476	6,807	8,506
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	3,399	1,249	2,414	3,184
二、营业利润	6,712	4,771	21,195	28,788
营业利润率 (%)	3.18%	2.85%	7.02%	7.23%
增长率 (%)	-23.55%	-28.92%	344.26%	35.82%
加：营业外收入	746	782	1,509	0
减：营业外支出	280	21	0	0
三、利润总额	7,178	5,532	22,704	28,788
增长率 (%)	-32.57%	-22.93%	310.41%	26.80%
利润率 (%)	3.41%	3.31%	7.52%	7.23%
减：所得税	589	195	3,406	4,318
实际税负比率 (%)	8.21%	3.53%	15.00%	15.00%
少数股东损益	195	199	454	576
四、归属于母公司所有者的净利润	6,395	5,138	18,844	23,894
增长率 (%)	-20.70%	-19.65%	266.76%	26.80%
净利润率 (%)	3.03%	3.07%	6.24%	6.00%
总股本（万股）	24,539	36,808	36,808	36,808
每股收益（元）（目前股本全面摊薄）	0.17	0.14	0.51	0.65

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100