

证券研究报告

醋酸乙烯景气向上，公司业绩大幅反转

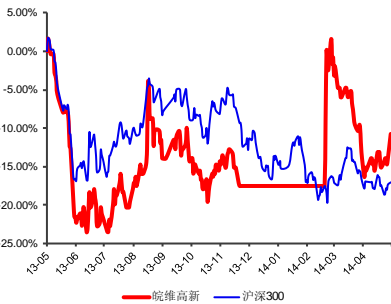
基础化工

2014年5月27日

——皖维高新（600063.SH）深度报告

评级：强烈推荐

52周走势



报告作者

分析师 皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人

徐留明

电话：0510-82832053

Email: xulm@glsc.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。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

● 生产线关停及装置故障导致欧美市场醋酸乙烯供给大幅收缩，价格迅速上涨。欧美醋酸乙烯的供给被塞拉尼斯、杜邦等几大化工巨头所垄断。13Q4 英力士及塞拉尼斯永久关停欧洲年产 50 万吨的醋酸乙烯装置，今年三月份美国醋酸乙烯巨头相继发生故障致近百万吨醋酸乙烯装置暂停生产，导致醋酸乙烯供给严重收缩，在过去六个月中欧美市场醋酸乙烯价格迅速上涨至 1800-2000 美元/吨，价格近乎翻倍。

● 我国醋酸乙烯生产线实际产能远低于名义产能，新增产能释放有限，在环保趋严背景下产能将进一步收缩，国内醋酸乙烯已现涨价趋势。PVA 行业长期低迷导致部分产能永久关闭转产，而新增产能释放有限，有效产能增量不大，此外电石乙炔法污染严重，未来部分环保不达标的醋酸乙烯企业必将被迫关停，我国醋酸乙烯实际产能远低于名义产能，无法满足欧美需求缺口，近期国内醋酸乙烯已现涨价趋势，景气开始向上。

● 皖维高新浸淫行业数十年，生产技术先进，产品质量过硬，且配套有完善的三废处理设施，已通过欧盟 REACH 法案认证，未来出口量将快速增加。广维年产 10 万吨的生物乙醇法醋酸乙烯已满足食品级要求，质量非常优异，而本部 20 万吨产能采用电石乙炔法工艺，公司对生产的工艺把握国内无出其右，产品质量能够满足海外市场要求。同时公司配套有完善的三废处理设施，产品已通过 REACH 认证，未来出口量有望快速增加。

● PVA 膜及 PVB 树脂市场需求旺盛，进口替代空间巨大。PVA 薄膜及 PVB 树脂均属需求旺盛而国内产能有限品质，未来进口替代空间巨大。

● 给予“强烈推荐”评级。公司作为醋酸乙烯行业最优标的，受益于醋酸乙烯价格上涨，业绩弹性巨大，预计公司 2014-2016 年每股 EPS 为 0.16、0.23、0.27 元，业绩明显反转，给予“强烈推荐”评级。

● 风险因素：（1）醋酸乙烯价格快速下降；（2）公司其他主营持续低迷。

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,879.15	3,573.06	5,208.42	5,655.26	5,894.46
YOY(%)	-8.2%	24.1%	45.8%	8.6%	4.2%
营业利润	-201.87	-36.97	319.64	488.16	589.12
归属母公司净利润	-156.24	20.30	233.22	339.55	403.25
EPS(元)	-0.10	0.01	0.16	0.23	0.27
ROA(%)	-2.6%	0.3%	3.5%	5.1%	6.1%
ROE(%)	-6.4%	0.8%	9.1%	12.2%	13.2%
P/E	-22.4	172.7	15.0	10.3	8.7
P/B	1.4	1.5	1.4	1.3	1.1

目录

一、 皖维高新：聚乙烯醇行业龙头	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 主营业务PVA价格持续低迷，盈利能力较低	4
二、 醋酸乙烯供需失衡将持续涨价	6
2.1 全球醋酸乙烯使用量低速稳定增长	6
2.2 产能关停及装置故障导致欧美市场醋酸乙烯价格快速上涨	6
2.3 工艺限制国内实际有效醋酸乙烯产能无法填补国外产能缺口	8
2.4 环保因素进一步收缩电石乙炔法醋酸乙烯产能	10
2.5 醋酸乙烯内销外销价格仍将持续增长	11
三、 醋酸乙烯海外市场销售助推皖维高新业绩反转	11
四、 皖维膜材PVA光学膜及PVB树脂进入门槛高，需求旺盛	13
4.1 PVA光学膜进口替代空间巨大	13
4.2 PVB树脂需求旺盛	13
五、 盈利预测	13
5.1 基本假设：	13
五、 估值与投资建议	14
六、 风险提示：	15

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 公司主营业务产业链	5
图表 3: 主营业务收入 (百万)	5
图表 4: 毛利润 (百万)	5
图表 5: 2013 年全球不同地区醋酸乙烯使用量	6
图表 6: 2013 年全球主要国家醋酸乙烯产量及表观消费量 (万吨)	6
图表 7: 美国海湾及西北欧地区醋酸乙烯价格迅速上涨	7
图表 8: 国内醋酸乙烯产能	8
图表 9: 山西某电石乙炔法生产醋酸乙烯企业所排放的强碱性废水	10
.....	
图表 10: 2014 年 1-4 月我国醋酸乙烯单月出口量	11
图表 11: 醋酸乙烯单价及出口量对皖维业绩影响的敏感性分析	14

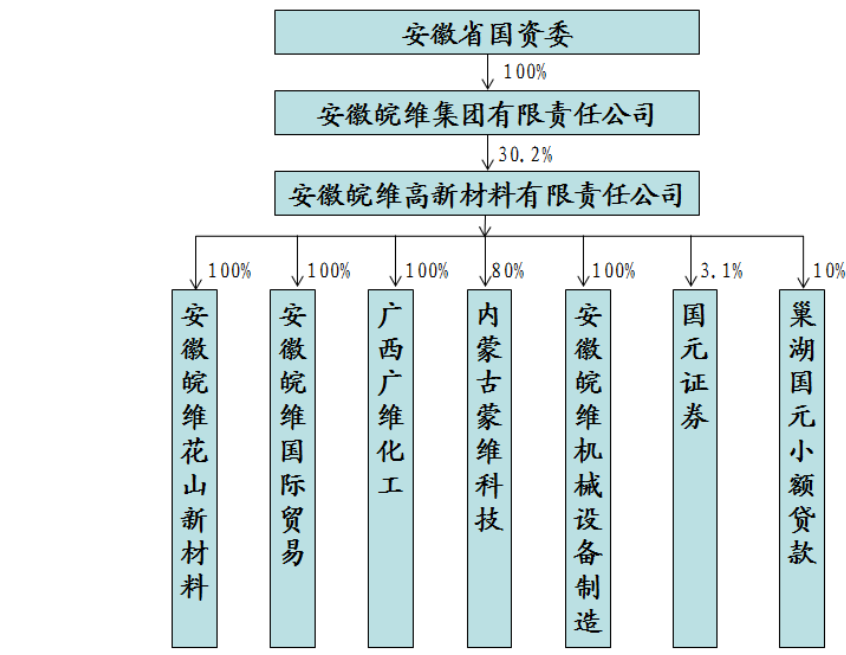
一、皖维高新：聚乙烯醇产业链龙头企业

1.1 公司简介

皖维高新是国家“四五”期间投资建设的大型化工、化纤企业，主要从事醋酸乙烯、聚乙烯醇（PVA）、高强高模 PVA 纤维、聚酯切片等产品的开发、生产和销售。公司是国内 PVA 品种最为齐全的生产企业，PVA 和高强 PVA 纤维产能均居世界第一，前者市场占有率达 30% 以上，而高强高模 PVA 纤维产销量占国内总量的 80%。

1.2 公司股权结构

图表 1：公司股权结构



数据来源：国联证券研究所

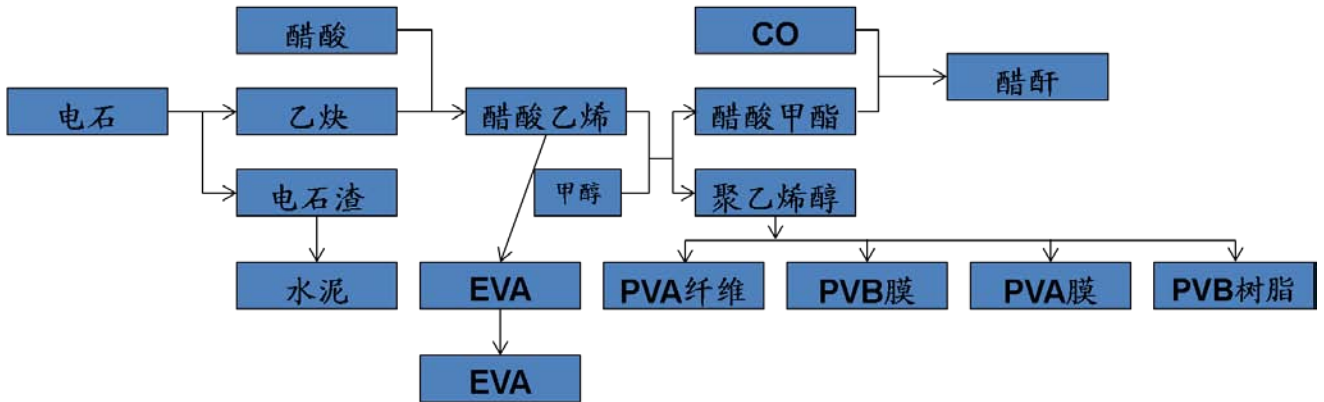
安徽皖维集团是皖维高新的控股股东，持有上市公司 30.2% 股权。皖维高新 100% 控股安徽皖维花山新材料、安徽皖维国际贸易、广西广维化工、安徽皖维机械设备制造等四家企业，并持有内蒙古蒙维科技 80% 股权、国元证券 3.1% 股权及巢湖国元小额贷款 10% 股权。

1.3 主营业务 PVA 价格持续低迷，盈利能力较弱

公司主营业务较多，但都围绕着电石-乙炔-醋酸乙烯-聚乙烯醇 PVA 产业链

展开。

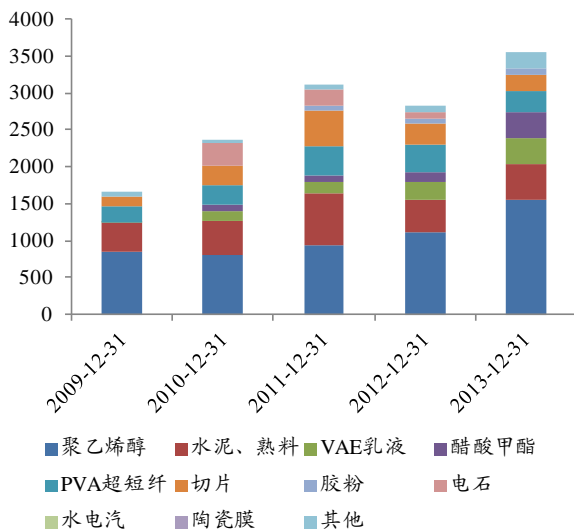
图表 2: 公司主营业务产业链



数据来源: 国联证券研究所

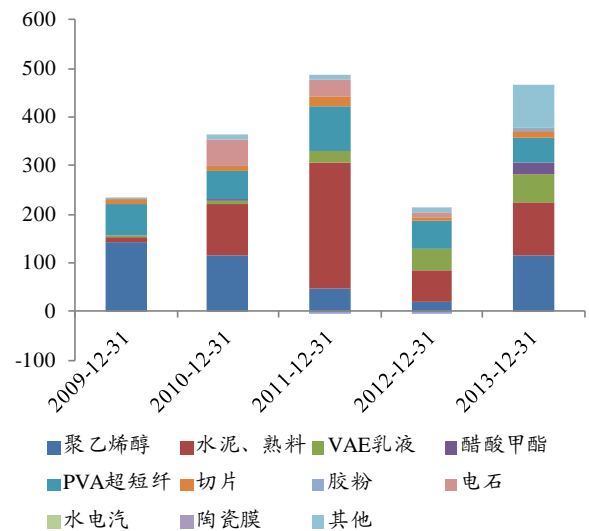
聚乙烯醇 PVA 在主营业务中占比最大, 2013 年占比达到 43%, 然而由于持续低迷的聚乙烯醇价格严重伤害了 PVA 的盈利, 导致其在毛利润中的占比较低, 2011-2012 年占约 10%, 远低于其在营业收入中的占比, 即使是 2013 年也仅只占约 25%。

图表 3: 主营业务收入 (百万)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 毛利润 (百万)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

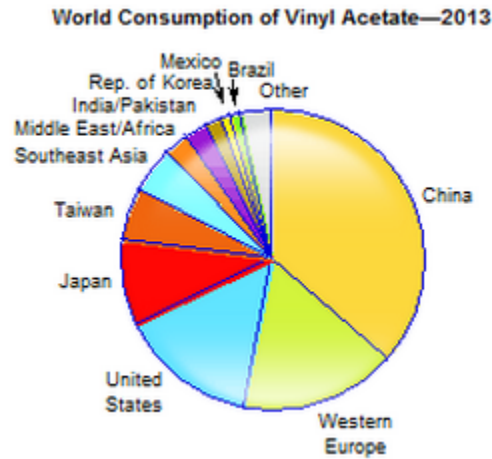
二、醋酸乙烯供需失衡价格持续上涨

2.1 全球醋酸乙烯使用量低速稳定增长

醋酸乙烯主要用于生产聚醋酸乙烯、聚乙烯醇、乙烯-醋酸乙烯乳液及乙烯-醋酸乙烯树脂。不同地区及国家醋酸乙烯下游需求结构也不尽相同，欧美地区醋酸乙烯下游需求以聚醋酸乙烯及聚乙烯醇为主，分别占据约 40% 的需求。我国醋酸乙烯的下游以聚乙烯醇为主，聚乙烯醇使用了约 80% 的醋酸乙烯。

根据 Companies & Markets Research 统计，2000 年至今全球醋酸使用量一直缓慢增长，2000 年全球使用量为 4007436 吨，2013 年全球消费量达 600 万吨，13 年间平均复合增长率为 3.1%，预计 2020 年全球 VAM 使用量将达到 780 万吨。

图表 5：2013 年全球不同地区醋酸乙烯使用量



数据来源：IHS，国联证券研究所

图表 6：2013 年全球主要国家醋酸乙烯产量及表观消费量（万吨）

	产量	消费量
中国	192	216
美国	140	96
欧洲	100	102

数据来源：IHS、ICIS、Wind，国联证券研究所

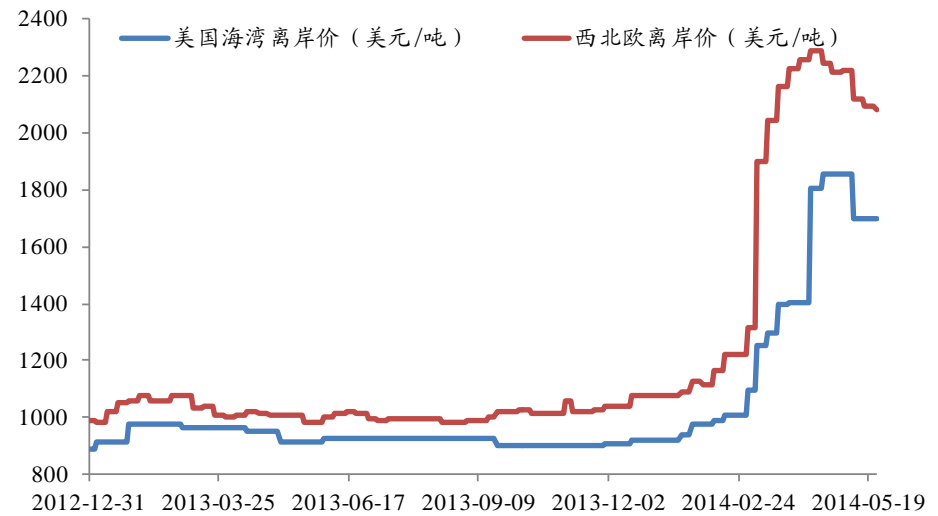
据 IHS 统计 2013 年中国为醋酸乙烯最大的使用国，使用量占全球总消费量的 36%，其次为西欧及美国，用量分别占全球总消费量的 17% 及 16%。

2.2 产能关停及装置故障导致欧美市场醋酸乙烯价格快速上涨

2013 年 12 月份之前欧美市场醋酸乙烯价格较为平稳，价格波动幅度不大，

然而自去年 12 月份开始欧美地区醋酸乙烯价格开始启动，稳步上涨，并在今年 2 月份迎来暴涨。回首过去半年，美国单吨醋酸乙烯价格从低点的 900 美元上涨至 1900 美元，近期虽略有回落，但与去年同期相比仍近乎翻倍。西北欧醋酸乙烯价格涨幅更为惊人，单吨价格从 1000 美元涨至高点的 2300 美元，近期稍有回落，但价格仍在 2000 美元之上！

图表 7：美国海湾及西北欧地区醋酸乙烯价格迅速上涨



数据来源：隆众石化，国联证券研究所

而欧美市场产能的收缩是推动醋酸乙烯此轮价格暴涨的主要原因。全球醋酸乙烯产能主要分布于中国、西欧及美国地区。欧美市场竞争格局更为成熟，已经形成了巨头垄断市场，塞拉尼斯、陶氏、杜邦、利安德巴赛尔几乎已经完全垄断了供应。据统计 2013 年上半年欧洲醋酸乙烯产能大概 100 万吨左右，基本供需平衡，而美国产量则远超其国内消费量，每年大概有 50 万吨醋酸乙烯用于对外出口。

2013 年 10 月份英力士宣布永久关闭其位于英国 Hull 的年产 30 万吨的醋酸乙烯生产装置，随后在 12 月份塞拉尼斯也宣布永久关停其位于西班牙 Tarragona 的年产 20 万吨的醋酸乙烯生产线。这两套装置几乎贡献了欧洲市场一半的醋酸乙烯产能。塞拉尼斯 2013 年报中披露之所以关停是因为欧洲市场基础化工原料价格较高，而美国市场则在页岩气革命之后具备了巨大优势。英力士及塞拉尼斯装置的关停令英国及西班牙已经完全失去了醋酸乙烯生产装置，当前德国成为西欧地区唯一的醋酸乙烯生产国。

2014 年 3 月 5 日杜邦位于美国德克萨斯州 LaProte 地区年产 33.5 万吨醋酸乙烯的生产线发生重大事故，导致非正常停产 3 个月，3 月 6 日塞拉尼斯迅速

宣布其将采用配额销售的方式向欧洲、美洲及亚洲客户供货，影响预计将维持到今年6月份。3月13日利安德巴赛尔也宣布其位于美国的年产近40万吨的醋酸乙烯生产装置由于不可抗力影响停止供货，此外塞拉尼斯位于德克萨斯的30万吨/年的醋酸乙烯生产装置在经过2014Q1连续的两个半月检修及断电影响，从2014年5月上旬开始为期3个月的检修。

2.3 国内实际有效醋酸乙烯产能无法填补国外产能缺口

我国是全球醋酸乙烯最大生产国，中国市场的竞争还处于比较无序的阶段，不同口径统计当前我国名义醋酸乙烯产能略有不同，大致在300万吨，且仍有大量正处于规划中的醋酸乙烯产能，公开资料显示2016年前国内拟新建的醋酸乙烯产能达200万吨。

图表 8: 国内醋酸乙烯产能

生产厂家名称	产能(万吨)	工艺	备注
塞拉尼斯南京	30	石油乙烯	定位高端
中石化四川维尼纶厂	50	天然气乙炔法	天然气供应紧张，实际产能利用率在60%左右
中石化上海石油化工公司	11.8	石油乙烯	供应华东市场，部分产品出口
中石化北京东方石化有机化工厂	18	电石乙炔法	少量自家及燕山石化使用，其他外销
安徽皖维高新材料有限公司(本部)	20	电石乙炔法	供给下游PVA，少量外销，产品品质较高
湖南省湘维有限公司	10	电石乙炔法	暂时停车，少量醋酸乙烯外销
广西维尼纶有限责任公司	10	生物乙醇法	生物乙醇法
江西江维高科股份有限公司	10	电石乙炔法	2008年爆炸，彻底被摧毁
福建纺织纤维集团有限公司	6	电石乙炔法	配套3万吨PVA
贵州水晶有机化工集团有限公司	5.5	电石乙炔法	早已转产，彻底无法复工
甘肃兰维新材料有限公司	6	电石乙炔法	破产多次，彻底停工
石家庄化工化纤有限公司	2.5	电石乙炔法	
云南云维股份有限公司	8.5	电石乙炔法	4万吨pva,13年实际卖出约1万吨，云维当前已经将该部分转让给集团
牡丹江东北化工有限公司	3	电石乙炔法	
四川宜宾田原集团有限公司	12	电石乙炔法	2011年新建
山东辰龙集团中盛化工有	10	电石乙炔法	2011年新建

限公司			
内蒙古蒙维科技有限公司	20	电石乙炔法	2011/2012 年新建
内蒙古双欣环保材料有限公司	11	电石乙炔法	2011 年新建
湖北宣化	30		
山西三维	13.5	电石乙炔法	经营不善
宁夏大地化工有限公司	10	电石乙炔法	2012 年新建
总产能	296.8		

数据来源：国联证券研究所

我国醋酸乙烯的表观使用量仅仅在 216 万吨，且每年醋酸乙烯的净进口量大概在 25 万吨，因此实际国内产量仅有 191 万吨，即使考虑自然增长率，似乎产能远远超过需求。然而我们经过深入调研发现即使当前约 300 万吨名义产能的实际经营情况也远非想象中那么乐观。

- 首先醋酸乙烯下游 PVA 持续多年的低迷，大量生产企业已经停产数年之久，部分生产厂商甚至已经变卖生产设备转产其他了，即使当年闻名全国的九大维尼纶企业也有部分已经破产转产了，剔除这部分产能后实际有效产能在 260 万吨，有效产能利用率为 73%；
- 其次产能最大的中石化四川维尼纶厂的生产基于天然气，然而天然气持续供应紧张，国家确保民用用气安全，实际四川维尼纶厂产能利用率仅仅只有 60%；
- 最后拟生产项目的不确定性极大，由于 PVA 行业长期的低迷，很多产能仍停留在规划阶段，部分建设中产能也仅仅是一期工程，产能往往是规划产能的数分之一，且很多在建工程进度严重低于预期，短期看来行业新增产能非常有限。

草根调研表明 2014 年国内新增产能非常有限，确定性新增产能仅有国电英力特一期约 10 万吨产能、滕州中盛 5 万吨产能。如此算来 2014 年国内醋酸乙烯新增产能也仅有 15 万吨。

但是国内醋酸乙烯生产工艺以电石乙炔法为主，除塞拉尼斯南京、中石化四川维尼纶、中石化上海石油化工及广西维尼纶四家 108 万吨产能外其余产能均基于电石乙炔法。电石乙炔法与乙烯及生物乙醇法相对生产工艺要求较高，不同公司产品质量参差不齐，很多中小产能醋酸乙烯企业产品质量较差，含水量及有机物含量较高，无法满足 EVA、VAE 及 PAN 等产品的生产，因而出口受到较大限制。

2.4 环保趋严将进一步收缩电石乙炔法醋酸乙烯产能

电石乙炔法生产醋酸乙烯过程中主要污染物为废水及电石渣，皖维地处巢湖之边，污废水处理对于民众生活饮用水的安全至关重要。公司一直坚持高标准严要求处理污水，拥有日处理能力 5 万吨的污水处理装置，并安装了二十四小时全天候监控装置以确保污水有效处理。

电石渣是该法生产醋酸乙烯过程中的另一大主要污染物，公司每年生产过程中产生约 22 万吨的电石渣，随意堆积的电石渣对于环境的污染非常严重，一旦降雨强碱性废水横流，对环境造成极大污染。

图表 9: 山西某电石乙炔法生产醋酸乙烯企业所排放的强碱性废水



数据来源：中国青年网，国联证券研究所

电石废渣的处理对于很多采用电石乙炔法工艺的生产企业是一块很大的负担，通用电石废渣的处理主要有填海、填沟有规则排放、自然沉降、制水泥、及用作化工原料等方法，前两种方法对于环境的污染都非常严重，而用作化工原料对于生产工艺的要求较高，且需求量有限。制水泥是相对最为成熟的处置工艺，但是由于电石渣含水量高，热耗也高于一般湿法 20% 左右，成本相对高昂，且水泥项目能耗高、占比面积大、市场饱和且投资额度巨大。

皖维未雨绸缪早已投入巨资建好完善的基于水泥的电石渣处理系统，将电石渣全部掺入水泥窑作为水泥熟料的生产原料，既能够完全处理公司对于电石废渣的处理需求，同时对废弃物进行了回收再利用，产生了一定的经济效益。

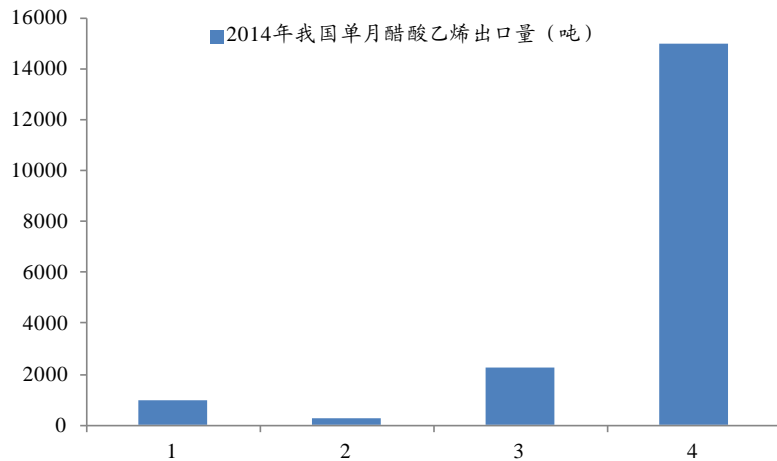
2014 年 4 月 24 日全国人大常委会表决通过了《环保法修订案》，新法将于 2015 年 1 月 1 日开始实施，新法对于重污染的化工企业监管进一步加强，环保

也成为地方政府的乌纱帽工程。我们认为在环保日趋严格的背景下，大量未能妥善处理电石废渣的中小产能醋酸乙烯生产企业将被迫关停，导致醋酸乙烯产能的进一步收缩。

2.5 国内醋酸乙烯外销价格仍将持续增长，还有 400-500 美元增长空间

今年 3 月份后国内醋酸乙烯出厂价开始缓慢上涨，迄今为止华东地区醋酸乙烯含税价已经由 6750 元/吨上涨至目前的 7800 元/吨，涨幅达 15.6%，而外销价格上涨幅度更大，当前平均出厂价在 1300-1400 美元/吨。在当前国内新增产能释放有限的背景下，海外产能收缩导致出口用高品质的醋酸乙烯价格仍将持续增长，考虑到西欧市场售价大概在 2000 美元/吨，中国至欧洲运费成本约 180-200 美元/吨，当前价格出口至西欧市场仍有 400-500 美元/吨的赢利空间，我们认为未来我国醋酸乙烯的出口量同比环比都将持续增长。事实上根据海关总署统计，今年 1-4 月份我国醋酸乙烯出口量分别为 987、279、2278、14989 吨，其中出口量较大的 3、4 月份出口单吨均价分别为 1299、1438 美元，量价齐升，我们预期未来出口量及出口均价仍将继续增长。

图表 10: 2014 年 1-4 月我国醋酸乙烯单月出口量



数据来源：中国海关，国联证券研究所

三、醋酸乙烯海外市场销售助推皖维高新业绩快速反转

3.1 皖维高位为醋酸乙烯行业最优标的

国内上市公司中曾经涉足 PVA 产业链的主要有皖维高新、云维股份及 ST 三维，云维股份已将旗下有机、醋酸、电石、水泥装置及辅助设施等资产（化

工分公司)转移至云南云维集团,自此公司退出PVA产业链。而ST三维PVA业务仅占其主营业务营收的8%,对公司业绩影响有限。

3.2 皖维业绩快速反转

与钛白粉类似,醋酸乙烯虽然为基础化工品,但是品质差距非常大,能够生产符合海外需求的醋酸乙烯生产商将能够显著受益于此轮醋酸乙烯价格的上涨。

皖维高新下辖三大PVA生产基地,安徽本部10万吨/年、蒙维科技10万吨/年及广维5万吨/年,三大生产基地均配套有醋酸乙烯生产装置,能够满足公司自用需求。按照2吨醋酸乙烯生产1吨PVA推测皖维高新合计拥有50万吨醋酸乙烯生产能力。考虑到蒙维科技地处偏远,而醋酸乙烯易燃易爆,内陆运输极为不便,通常加工成性质稳定的PVA对外销售,因此我们认为皖维最大可供出口醋酸乙烯量为本部及广维的30万吨。

与其他企业相比,皖维具备极大优势:

- **工艺先进,出口产能巨大。**广维及皖维本部生产出的醋酸乙烯品质非常高,尤其是广维可以满足食品级需求,完全能够满足海内外高端市场对于醋酸乙烯品质的要求,当前公司可供出口醋酸乙烯产能达30万吨,弹性巨大;
- **皖维对行业理解更深。**皖维身为九大维尼纶厂之一,浸淫PVA产业链数十年,历经风风雨雨,无论是生产技术还是市场的拓展抑或是对行业的理解均远超其他同行,这也是皖维能够历经坎坷依然能够在九大维尼纶厂中独领风骚的关键所在。基于同样原材料、工艺皖维能够生产出符合海外市场需求的醋酸乙烯;
- **皖维高新在国内每年仅出口数百吨醋酸乙烯的情况下早已申报通过欧盟REACH法案,**为现在的出口扫清了门槛;
- **最后皖维具备完善的三废处理设施,**皖维是国内PVA产业链中唯一具备完善的三废综合处理设施的企业,废水重复回收利用,废气经过严格的脱硝、脱硫除尘处理,而电石渣则用于水泥的生产,实现了污染物的“零排放”。

据测算单吨醋酸乙烯生产需要使用1.083吨电石,670kg醋酸,广维采用的是独特的甲醇工艺,原材料成本与本部不相上下,但是新建设备折旧高于本部,导致单吨醋酸乙烯成本略高于本部。根据当前电石及醋酸的价格可以大致判断出皖维本部醋酸乙烯单吨成本在6500元,而广维成本略高,单吨价格在6800元左右。当前海外出口单吨均价在1300-1400美元,每吨醋酸乙烯已经有近1200元净利润,一旦出口放量必将推动公司业绩快速反转。

四、皖维膜材 PVA 光学膜及 PVB 树脂进入门槛高，需求旺盛

2014年3月18日公司发布公告称拟收购皖维膜材100%股权，皖维膜材专注于PVB树脂和PVA光学膜的研发、生产及销售，新建膜用PVB树脂产能1万吨/年，新建PVA光学膜产能500万平方米/年。当前PVB中试已经正式投产，膜用PVB树脂处于试生产阶段，PVA光学膜仍处于试生产阶段。

4.1 PVA 光学膜进口替代空间巨大

PVA光学膜是制造偏光片的主要材料，占TFT-LCD面板成本的10%，当前TFT-LCD作为主流的平板显示技术，广泛应用于消费电子行业，液晶面板市场空间巨大。2013年我国PVA光学膜需求量达9600万平方米，占全球总需求的30%，但我国尚未实现PVA光学膜的国产化，全球仅可乐丽及合成化学可批量生产PVA光学膜。皖维膜材PVA光学膜已处于试生产阶段，未来进口替代空间巨大。

4.2 PVB 树脂需求旺盛

PVA可用于生产PVB树脂，PVB树脂制作PVB薄膜，用于生产夹层玻璃。PVB夹层玻璃安全、保温、抗噪、防紫外线性能优良，因而被广泛应用于建筑、汽车等领域，军工上作为飞机、坦克及舰艇的防弹玻璃，还可用于太阳能电池和接收器等。国外厂商杜邦及首诺占据PVB大部分份额，我国技术落后，发展缓慢。收购皖维膜材将有助于公司进入PVB市场，提升公司盈利能力。

五、盈利预测：业绩弹性巨大

5.1 基本假设：

- 公司醋酸乙烯业务迎来景气拐点，假设公司醋酸乙烯开工率满产，2014-2015年单吨醋酸乙烯出口均价为1450、1550、1650美元；
- 醋酸乙烯为公司主营PVA的原材料，皖维虽然具备50万吨醋酸乙烯的产能，但是不可能完全用于对外出售。蒙维科技受地域限制，醋酸乙烯运输不便，更多是以PVA形式对外销售，排除这部分后可供对外销售量最多为30万吨；

- 按照当前单吨 1300-1400 美元的出口价计算，公司每吨净利润在 1200 元左右，按照当前价格如果出口快速增长，将显著增厚公司业绩。我们测算如果 30 万吨醋酸乙烯全部用于出口，每吨价格上涨 100 美元，则可增厚公司业绩 1.83 亿元，对应每股收益 0.12 元，弹性巨大。

图表 11: 醋酸乙烯单价及出口量对皖维业绩影响的敏感性分析

	EPS	出口量 (吨)						
		20000	40000	60000	100000	150000	225000	300000
出口均价	1300	0.014	0.028	0.041	0.069	0.103	0.155	0.206
(美元/吨)	1320	0.015	0.031	0.046	0.077	0.115	0.173	0.231
	1340	0.017	0.034	0.051	0.085	0.128	0.191	0.255
	1360	0.019	0.037	0.056	0.093	0.140	0.210	0.280
	1380	0.020	0.041	0.061	0.101	0.152	0.228	0.304
	1400	0.022	0.044	0.066	0.109	0.164	0.246	0.328
	1420	0.024	0.047	0.071	0.118	0.176	0.265	0.353
	1440	0.025	0.050	0.075	0.126	0.189	0.283	0.377
	1460	0.027	0.054	0.080	0.134	0.201	0.301	0.402
	1480	0.028	0.057	0.085	0.142	0.213	0.320	0.426
	1500	0.030	0.060	0.090	0.150	0.225	0.338	0.451
	1520	0.032	0.063	0.095	0.158	0.238	0.356	0.475
	1540	0.033	0.067	0.100	0.167	0.250	0.375	0.500
	1560	0.035	0.070	0.105	0.175	0.262	0.393	0.524
	1580	0.037	0.073	0.110	0.183	0.274	0.411	0.548
	1600	0.038	0.076	0.115	0.191	0.286	0.430	0.573
	1620	0.040	0.080	0.119	0.199	0.299	0.448	0.597
	1640	0.041	0.083	0.124	0.207	0.311	0.466	0.622
	1660	0.043	0.086	0.129	0.215	0.323	0.485	0.646
	1680	0.045	0.089	0.134	0.224	0.335	0.503	0.671
	1700	0.046	0.093	0.139	0.232	0.347	0.521	0.695

数据来源: 国联证券研究所

五、估值与投资建议

由于欧美市场醋酸乙烯产能严重收缩，海外醋酸乙烯价格快速上涨，当前价格已经近乎翻倍。国内醋酸乙烯虽然名义产能巨大，然而由于多年来行业持续低迷，多套生产装置已经转产，部分装置甚至完全停产，未来实际新增产能也非常有限，且由于环保趋严部分污染严重的电石乙炔产能还存在关停风险，无法抵消海外市场产能收缩所带来的影响，因此全球醋酸乙烯供给格局偏紧，考虑到中国至欧洲约 200 美元/吨的运费，当前国内出 1350 美元/吨的出口均价

与欧洲市场 2000 美元/吨成交价相比还存在 450 美元/吨的价差，当前国内出口醋酸乙烯价格还有很大的上涨空间。

当前涨价已经传导至国内，这对于技术先进、产品质量优异、产能巨大且具备出口资质的皖维高新非常有利，我们认为醋酸乙烯价格上涨将显著提振公司业绩，且由于醋酸乙烯价格持续上涨，具备较大弹性，业绩持续反转。不考虑收购的皖维膜材，我们预计公司 2014-2016 年每股 EPS 达 0.16、0.23、0.27 元，公司业绩受醋酸乙烯价格上涨推动明显，弹性巨大，给予“强烈推荐”评级。

六、风险提示：

醋酸乙烯价格快速下降；公司主营持续低迷。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 2014/5/27					
单位: 百万											
利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,879.15	3,573.06	5,208.42	5,655.26	5,894.46	现金	239.32	198.11	200.00	200.00	323.02
YOY(%)	-8.2%	24.1%	45.8%	8.6%	4.2%	交易性金融资产	8.34	33.83	33.83	33.83	33.83
营业成本	2,655.71	3,098.97	4,274.32	4,495.92	4,633.95	应收款项净额	385.95	775.93	1,131.07	1,228.10	1,280.05
营业税金及附加	5.78	11.65	16.99	18.44	19.22	存货	525.68	517.92	726.18	764.69	788.24
销售费用	71.76	97.44	125.00	135.73	141.47	其他流动资产	109.87	67.69	98.67	107.14	111.67
占营业收入比(%)	2.5%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	流动资产总额	1,269.16	1,593.48	2,189.75	2,333.76	2,536.81
管理费用	244.20	244.27	356.07	386.62	402.97	固定资产净值	3,737.25	3,541.86	3,498.75	3,331.08	3,142.40
占营业收入比(%)	8.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	减: 资产减值准备	(25.48)	12.05	11.91	11.34	10.69
EBIT	(111.43)	101.68	427.66	610.17	688.47	固定资产净额	3,711.77	3,553.91	3,510.65	3,342.42	3,153.09
财务费用	114.23	159.34	128.02	142.01	119.35	工程物资	37.78	34.34	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	4.0%	4.5%	2.5%	2.5%	2.0%	在建工程	58.17	110.83	25.21	15.08	14.56
资产减值损失	(25.53)	9.38	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.32	11.32	20.00	20.00	20.00	固定资产总额	3,807.73	3,699.09	3,535.87	3,357.50	3,167.65
营业利润	(201.87)	(36.97)	319.64	488.16	589.12	无形资产	169.06	209.58	201.20	192.82	184.43
营业外净收入	32.95	69.14	50.00	50.00	50.00	长期股权投资	20.00	20.10	20.20	20.30	20.40
利润总额	(168.92)	32.17	369.64	538.16	639.12	其他长期资产	767.10	697.05	697.05	697.05	697.05
所得税	(6.45)	4.50	51.68	75.24	89.36	资产总额	6,033.04	6,219.30	6,644.06	6,601.43	6,606.34
所得税率(%)	3.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	循环贷款	1,737.19	1,722.15	1,653.53	1,272.52	900.00
净利润	(162.47)	27.67	317.96	462.92	549.76	应付款项	610.32	659.27	924.36	973.38	1,003.36
占营业收入比(%)	-5.6%	0.8%	6.1%	8.2%	9.3%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	6.23	(7.37)	(84.73)	(123.37)	(146.51)	其他流动负债	(31.45)	(52.05)	(73.01)	(77.14)	(79.62)
归属母公司净利润	(156.24)	20.30	233.22	339.55	403.25	流动负债	2,316.06	2,329.37	2,504.88	2,168.76	1,823.74
YOY(%)	-221.2%	-113.0%	1049.0%	45.6%	18.8%	长期借款	279.00	480.00	530.00	530.00	530.00
EPS (元)	-0.10	0.01	0.16	0.23	0.27	应付债券	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00
						其他长期负债	164.90	157.49	150.08	142.66	135.25
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	3,459.97	3,666.86	3,884.95	3,541.42	3,188.99
成长能力						少数股东权益	135.67	136.68	191.76	271.95	367.18
营业收入	-8.2%	24.1%	45.8%	8.6%	4.2%	股东权益	2,437.40	2,415.76	2,567.35	2,788.06	3,050.17
营业利润	-263.2%	-81.7%	-964.7%	52.7%	20.7%	负债和股东权益	6,033.04	6,219.30	6,644.06	6,601.43	6,606.34
净利润	-221.2%	-113.0%	1049.0%	45.6%	18.8%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	7.8%	13.3%	17.9%	20.5%	21.4%	税后利润	-156.24	20.30	233.22	339.55	403.25
净利率(%)	-5.6%	0.8%	6.1%	8.2%	9.3%	加: 少数股东损益	-12.31	-54.86	55.08	80.19	95.23
ROE(%)	-6.4%	0.8%	9.1%	12.2%	13.2%	公允价值变动	25.53	-9.38	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	-2.6%	0.3%	3.5%	5.1%	6.1%	折旧和摊销	253.51	328.01	371.46	386.18	397.59
偿债能力						营运资金的变动	4.55	-286.59	-357.51	-105.97	-59.30
流动比率	0.55	0.68	0.87	1.08	1.39	经营活动现金流	115.03	-2.52	302.24	699.95	836.77
速动比率	0.32	0.46	0.58	0.72	0.96	短期投资	-8.34	-25.49	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	57.4%	59.0%	58.5%	53.6%	48.3%	长期股权投资	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
营运能力						固定资产投资	-631.97	-172.16	-200.00	-200.00	-200.00
总资产周转率	47.7%	57.5%	78.4%	85.7%	89.2%	投资活动现金流	-640.30	-197.75	-200.10	-200.10	-200.10
应收账款周转天数	48.93	79.26	79.26	79.26	79.26	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	79.25	67.47	67.47	67.47	67.47	长期贷款的增加/	-249.70	201.00	50.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	-0.10	0.01	0.16	0.23	0.27	股利分配	-152.65	-171.28	-81.63	-118.84	-141.14
每股净资产	1.63	1.61	1.71	1.86	2.04	计入循环贷款前融	-402.35	29.72	-31.63	-118.84	-141.14
估值比率						循环贷款的增加/	1,419.79	99.63	-68.63	-381.01	-372.52
P/E	-22.4	172.7	15.0	10.3	8.7	融资活动现金流	615.09	159.06	-100.25	-499.85	-513.65
P/B	1.4	1.5	1.4	1.3	1.1	现金净变动额	89.81	-41.21	1.89	0.00	123.02

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	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
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到

的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。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。