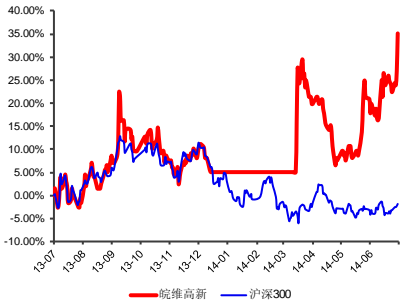


2014年7月4日

评级：强烈推荐

——皖维高新（600063.SH）跟踪报告之二
业绩预增点评

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。

事件：皖维高新 2014 年 7 月 3 日晚公布 2014 年上半年业绩预增公告，经初步测算预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 6000-6500 万元，去年同期为 -6088 万元，业绩大幅增长实现扭亏为盈，与我们预计一致。

点评：

➢ 受装置关停及不可抗力影响欧美醋酸乙烯价格暴涨，近期虽略有下跌，但公司主要出口目的国欧洲价格下跌幅度较小，且出口量持续增长，推动公司业绩快速增长。欧洲醋酸乙烯生产装置永久关停 50 万吨/年，占欧洲总需求的一半，美国 VAM 生产装置自今年三月开始陆续受不可抗力影响持续停产导致海外 VAM 供给严重收缩。今年三月份欧洲 VAM 价格上涨至 2100-2200 美元/吨，美国最高达 1900 美元/吨，近期受亚洲供给货源增加影响价格略有下跌，欧洲价格在 1800 美元/吨，美国 1500 美元/吨，当前价格也远远高出 13 年 12 月份的 800-1000 美金，反映出 VAM 供给的紧张。英力士及塞拉尼斯装置的关停对于欧洲 VAM 供给的影响要比想象中大很多，欧盟对于醋酸乙烯需求的缺口只能通过进口来进行弥补，欧盟一季度总进口量即与其 2012 年全年进口量相当，分月看 1、2 月份进口量暴增，此后 3 月份进口量同比微增 13.6%，然而经过 3 月份对库存的消化之后 4 月份欧盟醋酸乙烯进口量同比继续大增 70%，即便如此全球领先的粘合剂、密封剂生产商 HB. Fuller 欧洲区业务仍然受限于 VAM 供给的短缺而受到较大影响，这意味着欧盟市场的需求旺盛。

图表 1：欧盟 VAM 进口量同比大幅增长（吨）

	1	2	3
2014	91577	108007	37371
2013	31527	38280	32888

数据来源：Eurostat 国联证券研究所

皖维三月份开始出口 VAM，三月份至五月份出口目的国以欧洲为主，也出口量环比大幅增长，高价出口的 VAM 极大推动了皖维业绩的增长。

- **美国 VAM 生产装置复产低于预期、国电英力特继续延期投产及台湾大连化工 65 万吨装置即将检修，预计今年九月份之前醋酸乙烯价格仍将维持高位。** 欧洲塞拉尼斯及英力士 50 万吨 VAM 装置永久关停，美国 VAM 生产企业复工进度低于预期，6 月下旬陶氏 36.5 万吨产能装置在尝试生产后，装置负荷一直无法提高，于 7 月 1 日再次宣布由于不可抗力因素彻底停产，利安德巴赛尔 38.5 万吨产能装置由于醋酸生产装置 CO 泄露问题于 6 月份停产，原定 6 月份以后才能复产，利安德巴赛尔近期宣布 7 月份没有复产计划。杜邦 VAM 装置已经被售予可乐丽，目前仍未有开工迹象，唯一开始复产的是塞拉尼斯，而台湾大连化工 65 万吨产能装置将在 8-9 月份停工 45 天，日本昭和电工 17.5 万吨装置也将在今年 10 月初开始为期 35 天的停产检修，之前预期 7 月份投产的国电英力特继续推迟复产时间，短期看来仅仅塞拉尼斯一套 30 万吨装置的复产远远无法缓解醋酸乙烯供给紧张的局面，九月份之前其价格仍有望维持在高位。

图表 2: 全球 VAM 生产装置近况:

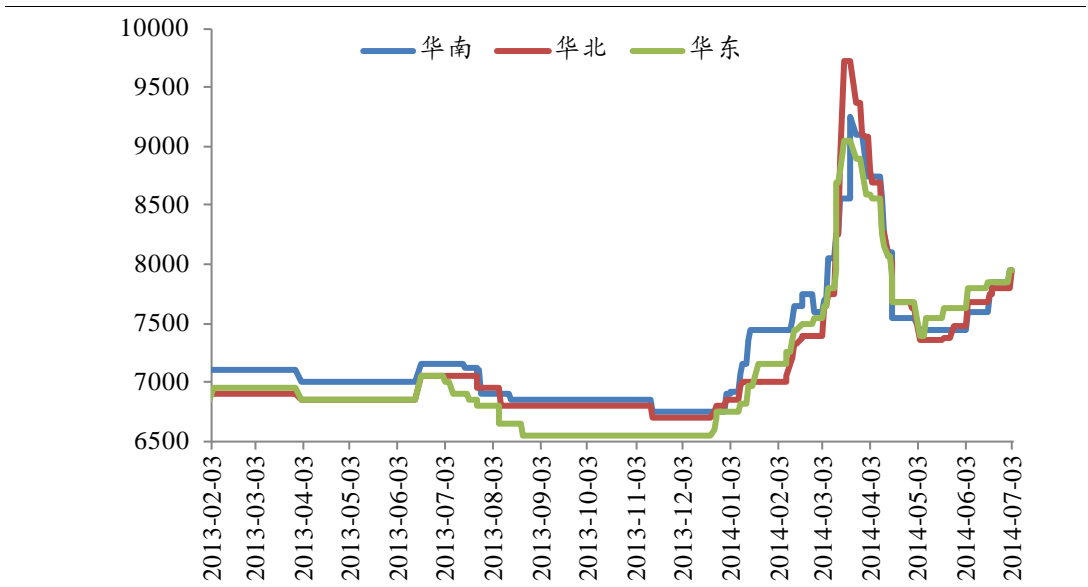
公司	时间	地点	产能 (wt)	备注
英力士	2013.10.4	英国 Hull	30	永久关停
塞拉尼斯	2013.12.10	西班牙 Tarragona	20	永久关停
杜邦	2014.3.5	LaPorte	33.5	截止 7 月 1 日尚无开工迹象，目前已经被可乐丽收购。
利安德巴赛尔	2014.3.13	LaPorte	38.5	由于压缩机故障原定于 2014 年 6 月初复产，但 VAM 配套 54.4 万吨/年的醋酸装置 CO 泄露，导致 VAM 延期到 6 月份以后才能复产，最新消息 7 月份都不会复产。
陶氏	2014.4 月下旬	德州	36.5	截止 6 月 10 日尚未复产，6 月下旬尝试复产效果不佳，7 月 1 日日期由于不可抗力继续关停。
塞拉尼斯	2014.4.18	Bar City	30	由于产能利用率下降开始实行配额销售，2014 年 5 月 7 日开始为期三个星期的检修。
Japan's Vam & Poval	2014.6.15	大阪	15	为期一个月的检修。
大连化工	2014.08-09	麦僚	35,30	两套装置分别各需停产 45 天。
日本昭和电工	2014.10.03-2014.11.09		17.5	为期 35 天的检修。

数据来源：ICIS IHS Bloomberg 国联证券研究所

- **海外 VAM 价格上涨已开始向国内转移，国内 VAM 价格在经历一波快速上涨并迅速回调后近期也开始逐步涨价，在海内外 VAM 持续涨价下皖维三季度业绩仍有望超预期。** 4、5 月份海关数据表明 VAM 的进口来源地区日趋减少，3 月份时美国依然是我国的主要进口来源国之一，然而 5 月份进口来源地区只有台湾，这是由于美国本土 VAM 供需紧张，VAM 价格已经超过国内，进口已经无利可图，而来自于台湾

的进口较为刚性，主要是台湾大连化工为其大陆子公司供应 VAM 原材料。我们草根调研发现近期国内各地醋酸乙烯现货供给已开始趋紧，国内华东、华北 VAM 价格持续上涨，华南、华北、华东地区 VAM 市场中间价已全面上涨至 7950 元/吨。海外 VAM 持续高企的价格已真正传导至国内，我们认为随着时间的推移，VAM 出口及国内市场之间的价差有望消除，而这部分（150-200 元/吨）即是国内 VAM 价格上涨的空间，海内外 VAM 价格持续的高企仍有望推动皖维三季报超预期表现。

图表 3: 国内 VAM 价格已连续单边上涨 2 个月



数据来源: wind 国联证券研究所

- 上半年 PVA 价格同比上涨 500 元/吨，长期来看 VAM 价格的上涨必将传导至 PVA，届时公司业绩将实现超预期增长，维持推荐。国内 PVA 生产企业众多，然而部分建于上世纪 70 年代的维尼纶生产企业由于种种原因近年来纷纷关停破产倒闭，导致实际产能集中度已经很高，进入寡头垄断时代。13 年我国 PVA 总产量近 60 万吨，皖维、川维及双欣占总市场产能的 67%。今年上半年市场 PVA 平均售价与去年同期相比略有回升，上涨 500 元/吨，但我们认为当前价格的上涨才只是开始，涨价之前 PVA 生产企业盈利能力很差，管理精细的企业也许能够勉强实现盈亏平衡，但绝大部分企业都大幅亏损，更遑论采用天然气乙烯法的川维，各大巨头都有动力涨价。因此我们认为未来寡头之间的合作会逐步加强，长期来看成本推动下 PVA 价格仍将缓慢回升。

图表 4: PVA 进入寡头垄断时代

PVA 生产企业	产能(wt)	产量(wt)	近况
皖维	25	17	
甘肃兰维			完全停产，设备都已经关停
福建维尼纶			已经停工一年多，福建当地电石资源匮乏，成本太高
贵州水晶			早已完全停产
云维	3.5-4		基本退出，云南原材料价格很高，且物流成本太高
湘维	10	3-4	配套有 18wt VAM 产能，目前只开了 3wt pva 产能。湘维隶属于中化集团，依靠每月 400-500 吨水溶性纤维实现 200w 净利润，勉强维持生存。
山西三维	10	4-5	三维只有 10wt 配套 vam 产能，最多只能开出 5wt pva，外购 vam 生产成本太高；三维背靠阳煤集团，阳煤派驻管理层对于公司主营不够了解，公司内耗非常严重，导致企业经营每况愈下。
江维			爆炸后完全废止
石家庄化纤	1-2	1	开工率不高，等待破产
云南云维			停产
川维	25	13	川维生产成本太高，中石化给川维供气成本在 4-5 元/m ³ ，实际收费计划内是 1.8 元/m ³ ，计划外 2.7 元/m ³ ，但当前pva价格下气价只有低于 1.2 元/m ³ 才有利可图，川维开的越多亏损越多。
上石化	6	2	一直亏损
北有机	7	0	搬迁燕山，现在转型做丙烯酸
内蒙双欣	11	10	双欣采用的湘维的工艺，但是管理不善，内耗严重，且现金流很紧张
宁夏大地	5	4	技术不行，经营不善
合计		55-57	

数据来源：国联证券研究所

- 由于欧洲 VAM 生产装置永久关停，美国 VAM 生产装置复产进度低于预期，迄今仅有塞拉尼斯一套装置复产，且在接下来的 8-9 月份还有 65 万吨装置停工检修，国际 VAM 整体供需依然偏紧，我们预计 7 月底时出于补库存需求，海外 VAM 价格将有望开始上涨。海外持续高企的 VAM 价格已经开始向国内转移，在过去的两个月中国内 VAM 价格持续单边上涨，而海内外 VAM 的价差 150-200 元/吨即是国内可以涨价的空间，在内销出口持续向好的背景下皖维三季度业绩仍有望实现超预期增长。长远来看 VAM 价格的上涨必将传导至 PVA，未来 PVA 价格持续上涨的概率极大。鉴于此我们维持对皖维 2014-2016 年每股 EPS 达 0.16、0.23、0.27 元的预测，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。
- 风险提示：VAM 价格快速下降，公司其他主营持续低迷

财务报表预测与财务指标						更新日期: 2014/7/3					
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	-25.5	196.3	17.1	11.7	9.9	融资活动现金流	615.09	159.06	-100.25	-499.85	-513.65
P/B	1.6	1.6	1.6	1.4	1.3	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

免责条款：

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。