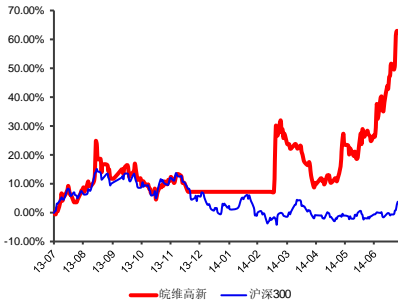


2014年7月27日

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

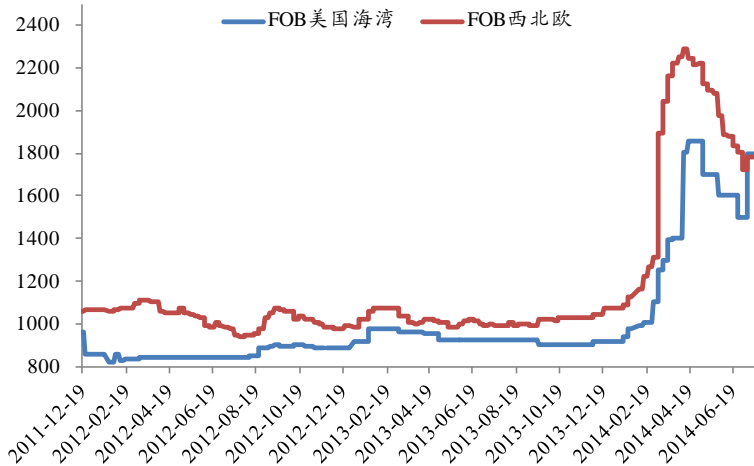
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

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。

——皖维高新（600063.SH）跟踪报告之三

➤ 海外持续涨价。近期海外醋酸乙烯 VAM 价格持续上涨，7月10日美国及欧洲 FOB 中间价分别上涨 300、62 美元/吨至 1800、1781.5 美元/吨，7月25日欧洲市场醋酸乙烯价格再次上涨 63 美元/吨至 1848.5 美元/吨。

图表 1：七月上旬至今美国海湾及西北欧 FOB 价格持续上涨



数据来源：Wind 隆众石化 国联证券研究所

➤ 海外市场 VAM 生产装置复产持续低于预期，海外市场醋酸乙烯的价格在3月份美国 VAM 生产装置相继因为不可抗力停产而迅速上涨一倍有余，此后在装置复产预期下逐步迅速回落，然而经过我们的详细调研发现海外装置的复产进度持续低于预期，6月下旬陶氏 36.5 万吨产能装置在短暂尝试生产后随即宣布由于不可抗力暂停生产，有消息称预计将在7月中上旬重新复产，然而目前已至7月末依然没有消息表明陶氏已经复产。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，而近期海外市场 VAM 价格的上涨更反映出市场对于这些装置复产的进度并不乐观，同时八月中旬即将开始的大连化学两套生产装置的检修则进一步加剧了市场对于后市 VAM 供给紧张的担忧。我们认为7月初至今海外 VAM 价格的两次上涨已经

基本确立了未来价格仍将继续上涨的趋势。

- **未来海外装置复产的有可能持续低于预期。**至于市场普遍担心的海外装置复产，我们认为不用过于担心，首先国内 VAM 生产装置基本都配套有相应的 PVA 装置，VAM 富余产能有限，其次我国市场相比于海外仍然是一个割裂的市场，国内 VAM 装置达到海外市场质量要求的产能有限，当前月均出口量还不到 2 万吨，年化尚不及海外一套装置的产能，对全球市场的冲击也非常有限。值得注意的是利安德巴塞尔 7 月 25 日公布的半年报业绩非常靓丽，基本每股收益 2.22 美元，超出市场预期 29 美分，中报中明确提出由于全球供给收缩 VAM 价格的上涨贡献了部分额外收益，而上半年利安德巴塞尔 VAM 装置仅仅正常生产三个月而已，由此我们大胆推断此次北美四大厂家不约而同由于不可抗力因素停产背后肯定有更深层次的考虑，未来的复产进度有望持续低于预期。

图表 2: 全球 VAM 生产装置近况:

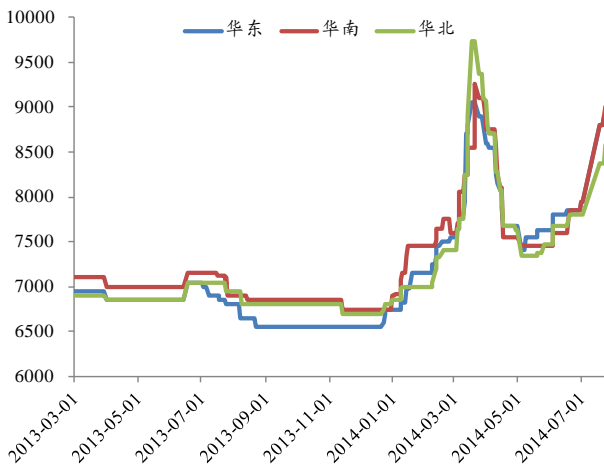
公司	时间	地点	产能 (wt)	备注
英力士	2013.10.4	英国 Hull	30	永久关停
塞拉尼斯	2013.12.10	西班牙 Tarragona	20	永久关停
杜邦	2014.3.5	LaPorte	33.5	截止 7 月 1 日尚无开工迹象，目前已经被可乐丽收购。
利安德巴塞尔	2014.3.13	LaPorte	38.5	由于压缩机故障原定于 2014 年 6 月初复产，但 VAM 配套 54.4 万吨/年的醋酸装置 CO 泄露，导致 VAM 延期到 6 月份以后才能复产， 最新消息 7 月份都不会复产。
陶氏	2014.4 月下旬	德州	36.5	截止 6 月 10 日尚未复产，6 月下旬尝试复产效果不佳， 7 月 1 日期由于不可抗力继续关停，迄今无复产消息。
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	2014.08-10	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

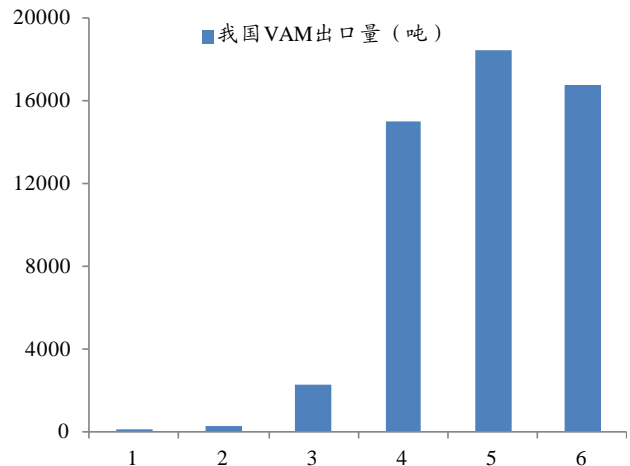
- **海外 VAM 价格上涨已开始向国内转移，近期国内 VAM 价格频繁上涨，且我们判断此轮上涨具备较强的可持续性。**从五月初至今国内 VAM 价格已经近乎连续三个月单边持续上涨，且进入七月份之后涨价更为频繁。我们草根调研发现国内各大 VAM 生产企业积极出口，国内 VAM 现货市场供应非常紧张，海外市场高企的 VAM 价格已经切实传导进国内。**且我们认为国内此轮 VAM 价格的上涨更具备持续性，对比此轮 VAM 与今年 3-4 月份期间价格的上涨具备两大明显的不同：**首先我

国 VAM 实质上的出口始于今年 3-4 月份，三月份之前的出口基本可以忽略，即使是三月份出口量也仅不过为 2278 吨，出口对于国内市场的影响还很不明显，当时国内 VAM 价格的暴涨更多是出于对于海外装置停产的过分预期，来自于基本面的支撑并不明显，当前市场总体 VAM 的供给仍非常充足。而当前我国 VAM 的月度出口量已经攀升至 1.7 万吨，主要的出口厂家基本都是首次对外出口，对于海外市场的开拓较为重视，且当前 1300-1350 美元/吨的出口均价下盈利能力也更为旺盛，因此大都倾向于确保海外市场的供应，这对于国内市场供给的冲击是显而易见的。近期我们的草根调研发现下游企业有很强的意愿与生产企业签订长约，然而生产商在执行以往长约之外并不愿意签订新的长约，整体仍是卖方市场。其次从历史来看华北地区由于价格低廉的原材料供给非常丰富，及运输的不便，其 VAM 价格长期低于华南市场，与华东市场不相上下，然而今年 3-4 月份华北地区 VAM 价格上涨明显偏离常态，这是难以维持的，而此轮价格上涨则要合理很多。综上我们认为此轮出口推动的国内 VAM 价格的上涨具备较强的可持续性。

图表 3: 国内 VAM 价格持续三个月上涨



图表 4: 四月份起我国 VAM 的出口大幅增长



数据来源: Wind 隆众石化 国联证券研究所

- 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: 2014/7/25					
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	-30.1	231.7	20.2	13.9	11.7	融资活动现金流	615.09	159.06	-100.25	-499.85	-513.65
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	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。