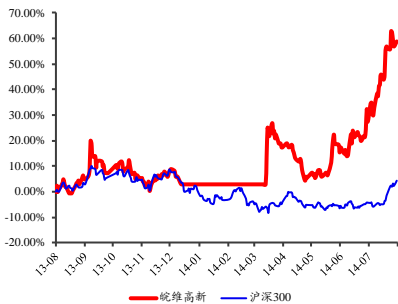


2014 年 8 月 4 日

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）跟踪报告之四
事件：

2014 年 8 月 4 日晚皖维高新公布半年报，上半年实现营业收入 20.37 亿元，同比增长 35.05%，归属于上市公司股东的净利润 6166.03 万元，去年同期为亏损 6087.98 万元，大幅扭亏为盈，其中二季度单季度实现净利润 4453.26 万元，同比环比均实现了较快增长，此外上半年公司经营活动产生的现金流量净额达 2.21 亿元，而去年同期为 -8248.65 万元，经营明显好转。公司上半年业绩实现了大幅增长，与我们预期一致。

点评：

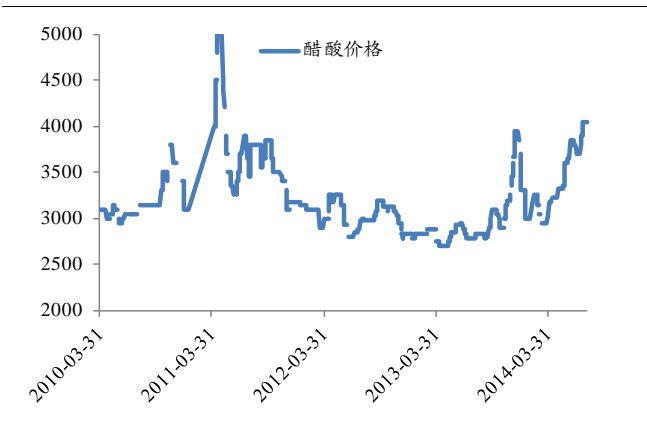
- **公司主营全面改善。**上半年皖维化工行业实现营业收入 15.96 亿，同比增长 41.27%，毛利率升至 13.77%，去年同期仅为 5.02%。聚乙烯醇 PVA 量价齐升，新增醋酸乙烯 VAM 销售 2.24 亿，切片、醋酸甲酯业务营收同比也实现较大幅度上涨。分产品看 VAM 销售毛利率高达 23.16%，PVA 销售毛利率同比涨幅也比较明显。建材行业营业收入同比增长 32.31%，毛利率较去年同期上升 16.83 个百分点至 35.77%，改善非常明显。上半年 PVA 及水泥业务经营大幅改善，同时新增的 VAM 业务也贡献了较大增量，显著提振公司上半年业绩。
- **PVA 产销两旺，市场占有率稳步提升。**公司具备 25 万吨 PVA 的生产能力，是国内品种最全的 PVA 生产企业。今年上半年 PVA 生产稳定，市场占有率持续稳步提升，目前已达 30% 以上，当前下游市场需求旺盛，皖维 PVA 库存也已消化殆尽，上半年价格同比上涨约 500 元/吨，PVA 总体产销两旺。
- **醋酸乙烯价格高企推动公司业绩快速增长。**醋酸乙烯 VAM 是生产聚乙烯醇 PVA 过程中的中间产品，今年上半年公司抓住国际醋酸乙烯产能供需格局大变之际，加大 VAM 的市场投放量，今年上半年公司新增 VAM 销售收入 2.24 亿元，且由于国际市场 VAM 供给的大幅收缩，上半年国内外 VAM 价格同比涨幅较大，毛利率也高达 23.16%。分季度看二季度公司 VAM 的销售环比改善非常明显，一季度公司实现 VAM

销售收入 6038.10 万元,二季度单季度销售收入即快速增长至 1.64 亿。

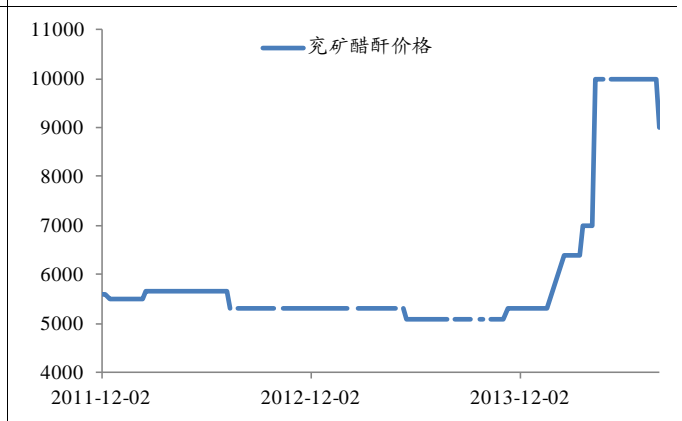
- **上半年期间费用率保持稳定。**上半年期间费用率为 14.31%，去年同期为 14.09%，拆分看海外 VAM 市场的拓展致销售费用率微涨，而研发费用的增长及部分生产线设备计划性停车设备折旧导致管理费用同比略有上升，同时汇兑净损失同比减少致公司财务费用则略有下降，总体生产经营稳定。
- **VAM 装置复产进度持续低于预期，我们判断海外 VAM 价格仍将持续上涨。**海外市场 VAM 装置的复产进度严重低于预期，陶氏、杜邦及利安德巴塞尔迄今为止依然没有宣布不可抗力的结束。我们判断海外装置继续停产的可能性较大，尤其是考虑到海外乙烯法主要的生产原材料乙烯及醋酸的价格今年以来涨幅较大，海外装置完全生产成本已经高达 1200-1300 美元/吨，如果装置复产后 VAM 价格下跌对于其盈利并无太大改善，我们判断其更倾向于从第三方采购 VAM 用于生产下游制品，并赚取下游制品的利润。
- **国内 VAM 价格上涨现已开始向下游传导，PVA 及 VAE 乳液均已经开始提价。**8 月 1 日皖维宣布不同标号 PVA 价格全面上涨 300-500 元/吨，考虑到上半年 PVA 销售均价同比已经上涨约 500 元/吨，此轮新的提价标志着 VAM 价格的上涨已实质性传导至下游 PVA。**单吨 PVA 的生产需要使用 1.8 吨 VAM，而上半年 VAM 价格同比涨幅在 1000 元以上，因此我们认为 PVA 价格的上涨还远远没有结束。**此外 PVA 行业供需格局的改善也能够支撑其价格的上涨，PVA 行业参与者众多，但实际产能远小于名义产能，皖维、川维、双欣及大地四家产量约占全国总产量的 80%，过去数年持续低迷的 PVA 价格已经导致行业内众多生产企业彻底停产关停，龙头企业存在强烈的提价诉求。此外今年以来皖维也已经多次上调 VAE 乳液的价格，PVA 及 VAE 乳液价格的全面上涨顺理成章，我们测算仅此轮 PVA 的涨价有望增厚公司年化业绩 5000w 以上。
- **醋酐业务是新的亮点。**醋酸乙烯生产聚乙烯醇会伴生醋酸甲酯，由醋酸甲酯可较为容易地生产醋酐，公司具备 5 万吨醋酐产能，8 月 1 日起该生产线也已经开始投入生产。从 13 年 12 月份开始醋酐价格迅速上涨，当前价格已达 9000-10000 元/吨，较年初涨约 4000 元/吨，我们认为此轮醋酐价格的上涨主要有两大推动力：首先是原材料醋酸价格的上涨，乙烯酮法生产醋酐对醋酐的单耗为 2，醋酸价格已经从年初的 3000 元/吨上涨至目前的 4100 元/吨；其次丹化科技醋酐装置的关停

搬迁及华鲁、兖矿装置检修导致的醋酐供给大幅收缩。在当前醋酐价格下 5 万吨的醋酐可贡献年化净利润超过 1 亿元。

图表 1: 华鲁恒升醋酸价格 (元/吨)



图表 2: 兖矿醋酐价格 (元/吨)



数据来源: Wind 国联证券研究所

- 暂不考虑当前 PVA 涨价以及醋酐业务对公司业绩的影响，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，且 VAM 涨价已经传导至下游，同时醋酐装置还将新增部分净利，业绩弹性巨大，维持“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: 2014/8/04					
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	-30.6	235.4	20.5	14.1	11.8	融资活动现金流	615.09	159.06	-100.25	-499.85	-513.65
P/B	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6	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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	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。