

皖维高新 (600063)

增持/ 首次评级

股价: RMB12.28

分析师

肖晖

+755-82493656 xiaohui@lhzq.com

李辉

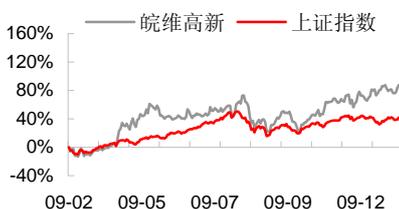
+755-82364424 lihuijys@lhzq.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	368
流通A股(百万股)	368
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	4520

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

全国布局, 业绩有望爆发性增长

- 皖维高新是国内唯一专注于聚乙烯醇(PVA)生产的上市公司, 超过40年的行业经验造就了公司聚乙烯醇行业的龙头地位。公司PVA单耗连续多年保持行业领先水平, 反映出公司出色的成本管理水平。
- 差异化PVA产品和下游产品仍有较大发展空间。由于产品品种多, 技术门槛高, 竞争的核心是生产技术水平。皖维高新可生产聚合度在300-2800, 醇解度在75%-100%的多种型号PVA, PVA产品型号有20多种, 在国内处于领先水平。下游产品的开发如PVA纤维等, 也走在行业前列。
- PVA成本中, 电石成本占比超过60%。未来PVA行业面临着向北部煤炭资源丰富的地区产能转移的问题。常规的PVA品种, 竞争的核心是成本。公司布局内蒙, 通过与中国最大的电石生产企业之一白雁湖化工的合作, 有效降低了原料成本。根据我们测算, 蒙维科技的PVA总成本相比本部至少降低1200元/吨。考虑10万吨产能和65%的控股权, 仅成本降低部分每年有望为公司贡献5600万净利润, 增厚公司业绩0.15元/股。
- 截止2008年, 我国PVA产能约55万吨, 产量约48万吨, 表观消费量50万吨, 供需基本平衡, 未来需求仍有望保持5%左右的稳定增长。当前PVA价格以及PVA与电石价差均处于过去5年来低位, 随着下游房地产、纺织和造纸等行业的需求复苏, 价格有上升空间。
- 根据我们预测, 公司2009年至2011年的EPS分别为0.14元、0.29元和0.74元。公司现价11.74元, 扣除国元证券股权对应的3.24元后, 股价对应2010年和2011年PE分别为29.3倍和11.5倍。公司业绩对PVA产品价格弹性较大。根据我们测算, PVA产品价格每上涨1000元, 按20万吨产能计算, 公司业绩增厚0.36元/股。PVA价格目前处于底部, 公司未来将充分受益于行业复苏。当前股价具有较高的安全边际, 建议增持。

经营预测与估值

	2008A	2009-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2107.8	1178.9	1557.7	2091.9	3637.9
(+/-%)	15.9	-28.3	-26.1	34.3	73.9
归属母公司净利润(百万元)	63.9	44.9	53.2	107.8	273.6
(+/-%)	-20.7	-49.0	-16.7	102.4	153.8
EPS(元)	0.17	0.12	0.14	0.29	0.74
P/E(倍)	70.7	100.7	85.2	42.1	16.6

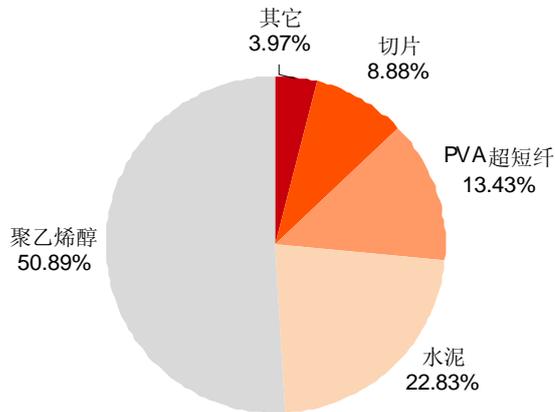
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

皖维高新是国内唯一专注于聚乙烯醇（PVA）生产的上市公司，超过 40 年的行业经验造就了公司聚乙烯醇行业的龙头地位。目前公司 PVA 生产单耗和技术研发居行业领先水平，能够生产 20 多种型号 PVA 产品。通过合理布局产能和向上游发展，公司将有效降低 PVA 成本，充分受益于 PVA 行业的复苏。

专注于 PVA 的行业领先者

皖维高新前身是安徽省维尼纶厂，经过长期发展，现已形成化工、化纤、建材三大产业相互联合、具有鲜明循环经济特征的产品链。从建厂初期的单一化纤产品，发展到化工、化纤、建材三大系列三十多个品种规格的产品结构。现公司主要产品的年生产能力为：10 万吨聚乙烯醇、1.5 万吨高强高模 PVA 纤维、300 万吨水泥熟料、6 万吨差别化聚酯切片、4.5 亿千瓦时余热发电。其中，聚乙烯醇和高强高模聚乙烯醇纤维产能规模多年保持全国第一，占公司收入比重超过 6 成。

图 1 皖维高新 PVA 业务收入占比超过 6 成



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

成本控制水平领先，PVA 毛利率保持稳定

公司 PVA 单耗处于行业领先水平，反映出公司出色的成本管理水平。2009 年 PVA 行业受到金融危机的影响，公司苦练内功，有机分厂的物料消耗大幅下降，其中：吨 PVA 耗电石 1.999 吨，比去年下降 0.033 吨/吨；耗醋酸 42.9 公斤，比去年下降 0.074 公斤/吨；耗甲醇 69.62 公斤，比去年上升 0.99 公斤/吨；耗碱 42.8 公斤，比去年下降 1.87 公斤/吨；耗蒸汽 17.03 吨/吨，比上年下降 0.17 吨/吨。PVA 合格品率 99.88%，比去年上升 0.03%。（资料来源自公司网站）

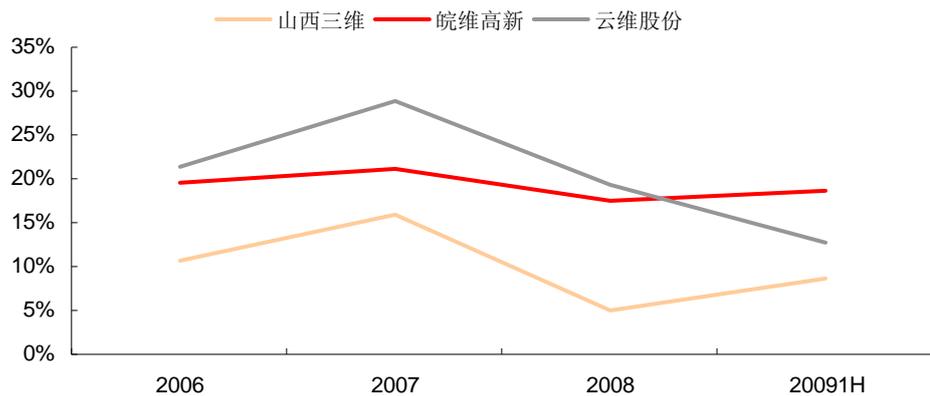
表 1: 2008 年皖维高新 PVA 单耗处于行业领先水平

公司	产能	工艺路线	乙炔单耗(吨/吨)	醋酸单耗(吨/吨)
皖维高新	10	电石乙炔法	0.568	0.035
福建纺织化纤集团	3.5	电石乙炔法	0.563	0.11
广维化工	3.5	电石乙炔法	-	-
贵州水晶有机	3	电石乙炔法	0.654	0.254
湖南湘维	4.5	电石乙炔法	0.599	0.039
江西化纤化工	3.5	电石乙炔法	0.569	0.055
兰州维尼纶	2.5	电石乙炔法	0.623	0.133
山西三维	7	电石乙炔法	0.6	0.037
石家庄化工化纤	0.8	电石乙炔法	0.674	0.066
云维股份	3	电石乙炔法	0.665	0.052
行业平均			0.613	0.087

数据来源:《2008 年我国聚乙烯醇、维纶工业生产经营情况》、华泰联合证券研究所整理

与上市的其它两家 PVA 公司云维股份和山西三维相比,公司在原料成本方面存在一定劣势。在原料价格不断上涨的过程中,公司却能始终保持相对较为稳定的盈利水平,说明公司能够一定程度上通过提升自身管理抵御行业周期波动的风险。

图 2 皖维高新 PVA 毛利率相对稳定



资料来源:公司公告、华泰联合证券研究

技术领先, 产品开发能力强

常规 PVA 产品虽然供略大于求,但差异化产品和下游产品却仍有较大发展空间。由于产品品种多,技术门槛高,竞争的核心是生产技术水平。目前已经工业化生产的商品牌号超过 300 种,其中规格和性能差异较大的主要品种约 50 种。日本可乐丽公司能

够生产 40 余种，日本合成化学和美国空气产品公司各能生产 30 多种。皖维高新可生产聚合度在 300-2800，醇解度在 75%-100%的多种型号 PVA，目前主要开发的产品有 20 多种，在国内处于领先水平。

不同型号的 PVA 产品由于性能用途及供求结构的不同，盈利能力差异较大。在 2009 年传统的 17-99 型号 PVA 供过于求，价格持续下跌时，皖维高新 04-99 型和 05-88 型低聚合度 PVA 产品价格仍然维持在 15000 元/吨。丰富的产品品种增强了公司应对市场的调节能力，也是公司过去几年来盈利能力保持相对稳定的重要原因。

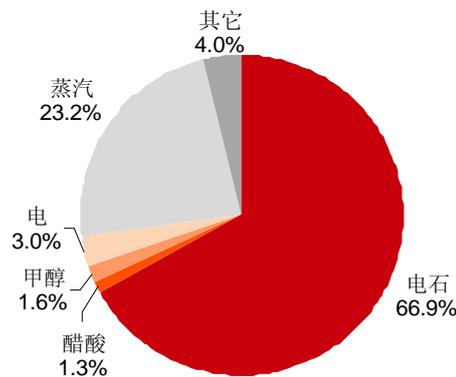
皖维高新在 PVA 下游产品开发方面也走在行业前列。公司现有 1.5 万吨高强高模 PVA 纤维产能，占全球产能的 30%。高强高模 PVA 纤维既耐腐蚀又耐日光，而且和水泥相互结合比较牢固，其强度比石棉高得多，增强效果比较明显；另外 PVA 纤维在和水泥混合时，完全能承受水泥本身的碱性，是最好的可替代石棉的纤维，每公斤 PVA 纤维可替代石棉 5~7 公斤。公司现有 1.5 万吨高强高模 PVA 纤维产能，由于技术壁垒相对较高，虽然经历经济危机，产品价格却基本保持稳定。高盈利水平下，公司未来有进一步扩产 PVA 纤维的可能。

全国布局应对 PVA 行业整合

产能面临转移，PVA 行业整合或将拉开序幕

PVA 成本中，电石成本占比超过 60%，是决定 PVA 成本的关键。目前电石产能主要集中于我国内蒙、山西、宁夏和新疆等地区，其中内蒙和山西的电石产量占全国产量的 50%左右。凭借煤炭、电力等资源优势，内蒙、山西、宁夏等地区的电石价格相比其它地区，具有明显的成本优势。因此，与 PVC 行业类似，未来 PVA 行业面临着向北部煤炭资源丰富的地区产能转移的问题。

图 3 皖维高新 PVA 成本构成



资料来源：华泰联合证券研究

受能源成本上升的影响，PVA 成本（主要是电石成本）不断上升，压缩行业利润空间，

过去几年国内 PVA 企业扩产意愿并不强。其中,规模较大的山西三维集团基本转向 BDO 产业链发展,云维集团 PVA 业务占比较低,未来发展重点是煤化工。公司在内蒙和广西计划新增 10 万吨产能,国电英力特集团在宁东地区规划 10 万吨 PVA 产能,项目投产后国内 PVA 竞争格局将发生明显变化。可以预见,没有规模和资源优势的中小产能面临淘汰,未来 PVA 行业集中度将会进一步提高,皖维高新有望凭借成本和规模优势,从行业整合中充分受益。

合理布局,向上游发展

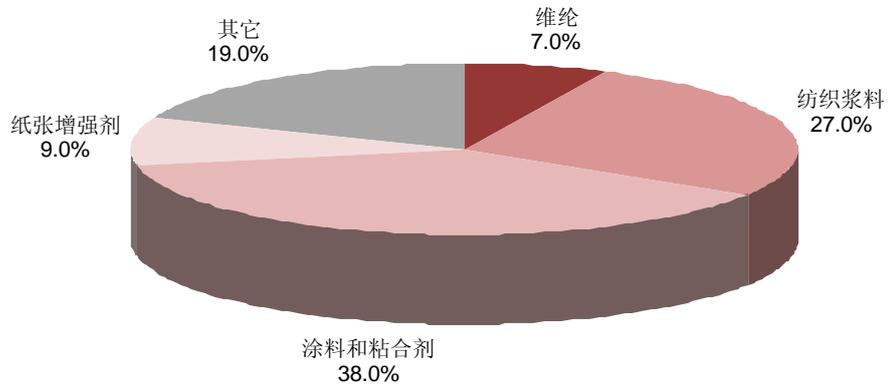
2009 年,公司收购完成因爆炸而停产的广西广维化工,增资控股内蒙古蒙维科技公司,目前已经完成 PVA 的全国布局。公司计划在广维和蒙维分 2 期,分别建设 10 万吨产能。项目投产后,公司 PVA 总产能将达到 30 万吨,一举成为世界第一大 PVA 生产企业。根据公司规划,广维化工产品今后将主要覆盖珠三角地区和东盟自由贸易区,蒙维科技产品主要覆盖华北地区和环渤海经济带,本部产品主要销往长三角经济区的同时,主要向下游发展高附加值产品。通过公司合理布局,产品运输半径缩短,成本得到进一步降低。

常规的 PVA 品种,尤其是纺织用 17-99 型 PVA 作为成熟的大宗化工产品,竞争激烈,竞争的核心是成本。公司布局内蒙,通过与中国最大的电石生产企业之一白雁湖化工的合作,有效降低了原料成本。根据我们测算,蒙维科技的电石成本比公司本部低 1000 元/吨,考虑其它原料成本,总成本至少降低 1200 元/吨,而华北地区 PVA 产品价格与长三角地区基本保持一致。考虑 10 万吨产能和 65%的控股权,仅成本降低部分每年有望为公司贡献 5600 万净利润,增厚公司业绩 0.15 元/股。

PVA 价格触底,下游有望复苏

聚乙烯醇(简称 PVA)外观为白色粉末,是一种用途相当广泛的水溶性高分子聚合物。其性能独特,具有较好的粘接性、成膜性、耐油性、胶体保护性,可降解性,除作合成维尼纶纤维的原料之外,在纺织浆料、粘合剂、涂料、薄膜、农业土壤改良剂、汽车改性材料、食品包装、建材、医药、造纸、可降解塑料等行业有着广泛的应用前景,是环保节能型高科技产品。目前,建材行业消费占比约 38%,纺织行业消费占比 34%,对聚乙烯醇需求量影响最大。

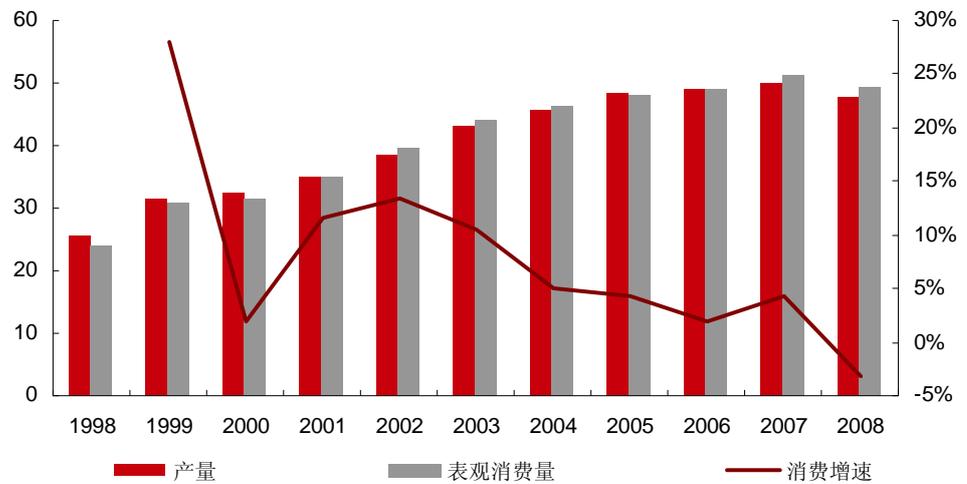
图 4 PVA 下游需求分布



资料来源：华泰联合证券研究

截止 2008 年，我国 PVA 产能约 55 万吨，产量约 48 万吨，表观消费量 50 万吨，供需基本平衡。作为成熟的大宗化工产品，未来需求仍有望保持 5% 左右的稳定增长。

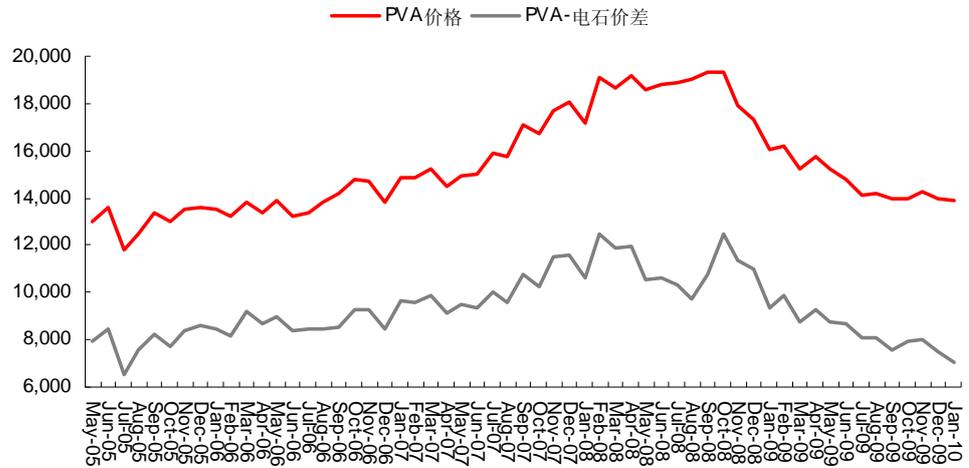
图 5 我国 PVA 行业消费量 04 年来保持稳定



资料来源：华泰联合证券研究

随着能源价格上涨，PVA 成本不断升高。另一方面，受经济危机影响，下游产品价格承受能力有限，导致 PVA 行业成本传导不畅。目前 PVA 与电石价差已经接近过去 5 年来低点，目前电石价格水平下，PVA 产品价格下跌空间有限。

图 6 PVA 与电石价差降至历史低位



资料来源：华泰联合证券研究

产能快速扩张，公司业绩有望快速增长

广维化工和蒙维科技 PVA 各 5 万吨产能有望 2010 年底建成投产，公司 PVA 产能届时将实现翻番。同时，醋酸甲酯生产 5 万吨醋酐项目有望于 2010 年 5 月份建成投产，2 万吨可再分散性胶粉项目也将于今年贡献业绩。

公司每生产 1 吨 PVA 的同时副产 1.5 吨醋酸甲酯。由于市场需求有限，公司只能加热回收利用。每吨醋酸甲酯回收，需要消耗 5 吨蒸汽，耗费大量能源的同时，醋酸甲酯回收能力有限也制约了 PVA 装置的产能投放。醋酐国内主要用于醋酸纤维，医药中间体和染料中间体等，市场空间较大。

公司生产醋酐的工艺与丹化科技相同，均为液相羧基合成法。相比传统的乙醛氧化法和乙烯酮法，具有流程短、产品质量好、消耗低、三废排放少等优点，代表着醋酐生产技术的先进水平。由于煤炭成本较高，丹化科技 09 年醋酐业务出现亏损。由于公司是利用副产物生产醋酐，成本较低，以目前价格计算仍然能够保持盈利。

国元证券股权提供安全边际

皖维高新持有国元证券股票约 6600 万股，对应每股 0.18 股国元证券。以 18 元/股股价计算，该部分股权市值达到 11.8 亿，对应每股 3.24 元。

盈利预测及估值

根据我们预测，公司 2009 年至 2011 年的 EPS 分别为 0.14 元、0.29 元和 0.74 元。公司现价 11.74 元，扣除国元证券股权对应的 3.24 元后，股价对应 2010 年和 2011 年 PE 分别为 29.3 倍和 11.5 倍。

公司业绩对 PVA 产品价格弹性较大。根据我们测算，PVA 产品价格每上涨 1000 元，按

20万吨产能计算，公司业绩增厚0.36元/股。PVA价格目前处于底部，公司未来将充分受益于行业复苏。当前股价具有较高的安全边际，建议增持。

表2 盈利预测关键假设

PVA	2009	2010	2011
产量	6.50	8.50	16.00
价格	11,837.61	12,820.51	12,820.51
毛利率	18%	20%	23%
PVA 纤维	2009	2010	2011
产量	1.60	1.60	2.50
价格	14,000	20,000	23,000
毛利率	20%	20%	20%
醋酐	2009	2010	2011
产量		1	4
价格		7,692.31	8,119.66
毛利率		15%	15%

资料来源：华泰联合证券研究

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	938	1222	782	1446	营业收入	2108	1558	2092	3638
现金	362	667	167	396	营业成本	1822	1323	1754	2951
应收账款	154	100	154	268	营业税金及附加	9	7	9	16
其他应收款	20	17	23	39	营业费用	25	25	27	47
预付账款	123	13	70	118	管理费用	130	109	126	182
存货	166	331	263	443	财务费用	81	60	76	86
其他流动资产	112	93	105	182	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	2110	2067	3011	2907	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	34	25	30	20
固定资产	1271	1304	2268	2174	营业利润	67	58	130	375
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	7	6	0	0
其他非流动资产	824	748	729	719	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	3047	3288	3793	4353	利润总额	72	64	130	375
流动负债	1180	1383	1727	1769	所得税	6	10	19	56
短期借款	801	850	1218	950	净利润	66	55	110	319
应付账款	85	40	210	354	少数股东损益	2	1	3	45
其他流动负债	294	493	299	464	归属母公司净利润	64	53	108	274
非流动负债	369	360	410	610	EBITDA	263	225	361	665
长期借款	260	360	410	610	EPS (元)	0.17	0.14	0.29	0.74
其他非流动负债	109	0	0	0					
负债合计	1549	1743	2137	2379	主要财务比率				
少数股东权益	18	19	22	67	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	368	368	368	368	成长能力				
资本公积	959	959	959	959	营业收入	15.9%	-26.1%	34.3%	73.9%
留存收益	154	200	308	581	营业利润	-23.6%	-12.9%	122.2%	188.6%
归属母公司股东权益	1481	1527	1634	1908	归属于母公司净利润	-20.7%	-16.7%	102.4%	153.8%
负债和股东权益	3047	3288	3793	4353	获利能力				
					毛利率(%)	13.6%	15.1%	16.2%	18.9%
					净利率(%)	3.0%	3.4%	5.2%	7.5%
					ROE(%)	4.3%	3.5%	6.6%	14.3%
					ROIC(%)	8.1%	6.8%	7.0%	15.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.8%	53.0%	56.3%	54.6%
					净负债比率(%)	75.61%	75.77%	81.35%	70.22%
					流动比率	0.79	0.88	0.45	0.82
					速动比率	0.65	0.64	0.30	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.49	0.59	0.89
					应收账款周转率	13	11	15	16
					应付账款周转率	18.28	21.23	14.02	10.45
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.14	0.29	0.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.73	0.62	1.26
					每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.15	4.44	5.18
					估值比率				
					P/E	70.97	85.23	42.11	16.59
					P/B	3.07	2.97	2.78	2.38
					EV/EBITDA	18	21	13	7

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com