

动态报告

基础化工

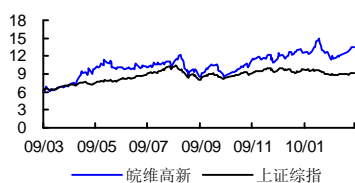
化学纤维

皖维高新(600063)
推荐

2009 年年报点评

(维持评级)

2010 年 3 月 3 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	13.22
总股本/流通 A 股(百万股)	368.08/368.08
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	4,866.01/4,866.01
上证综指/深圳成指	3,087.84/12,588.26
12 个月最高/最低 (元)	14.68/5.98

财务数据

净资产值(百万元)	1,923.73
每股净资产(元)	5.23
市净率	2.53
资产负债率	49.15%
息率	0.15%

相关研究报告:

《皖维高新: 增资蒙维科技, 完成全国生产基地布局》——2010-1-15
 《皖维高新: 专注发展 PVA 产业链》——2009-9-16

分析师: 邱伟

电话: 0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

独立性声明:

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, 特此声明。

财报点评

业绩筑底, 新增产能驱动未来增长

●09 年净利润下降 20.68%, EPS0.14 元

皖维高新 09 年实现销售收入 16.72 亿元, 同比下降 20.68%; 综合毛利率 14.10%, 同比增长 0.52 个百分点; 归属于上市公司股东的净利润 5138 万元, 同比下降 19.65%。09 年实现基本每股收益 0.14 元, 同比下降 19.54%, 略低于此前预期的 0.15 元。

投资收益 1249 万元, 同比降低 63.27%, 主要原因在于国元证券红利款同比减少 2111 万元。

其中, 4Q09 实现销售收入 4.93 亿元, 同比增长 6.32%, 环比增长 29.37%; 归属母公司所有者净利润 650 万元。

公司 2009 年度不进行利润分配也不进行资本公积金转增股本。

●期间费用率水平略有上升

公司销售费用率、管理费用率、财务费用率合计 11.85%, 同比上升了 0.65 个百分点; 其中销售费用率从去年同期的 1.18% 上升至 1.53%, 管理费用率从去年同期的 6.18% 上升至 7.05%; 财务费用率从 3.86% 下降至 3.27%, 主要原因在于利率水平的降低。

公司经营活动产生的现金流量净额 1.23 亿元, 将 3Q09 的 1.26 亿元略有下降。

●PVA、高强高模 PVA 纤维市场逐步好转

09 年公司共计生产约 8.4 万吨 PVA、1.1 万吨高强高模 PVA 纤维, PVA 价格下跌及电力价格上涨拉低 PVA 产品毛利率水平至 16.42%, 欧洲市场低迷是导致高强高模 PVA 纤维产销量下降的主要原因。

10 年 1、2 月, 公司 PVA 装置保持满负荷生产, 公司 PVA 成交均价在 2 月也较前期 13500 元/吨有 100-200 元/吨的上涨; 高强高模 PVA 纤维销售逐步好转, 欧洲市场开始启动, 发展中国家市场保持稳定, 1、2 月的销量分别为约 700 吨、1000 吨的水平。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,107.81	1,671.96	2800.31	4228.18	4950.42
(+/-%)	15.91%	-20.68%	67.49%	50.99%	17.08%
净利润(百万元)	63.95	51.38	136.94	292.75	372.42
(+/-%)	-20.70%	-19.65%	166.52%	113.78%	27.22%
每股收益 (元)	0.17	0.14	0.37	0.80	1.01
EBIT Margin		5.24%	7.73%	11.01%	12.11%
净资产收益率 (ROE)	4.32%	2.42%	6.15%	11.96%	13.66%
市盈率 (PE)	76.09	91.91	34.49	16.13	12.68
EV/EBITDA		33.35	24.05	14.14	10.79
市净率 (PB)	3.29	2.22	2.12	1.93	1.73

●完成全国生产基地布局，醋酐项目 5 月投产

通过收购广维化工 100% 股权及增资持有蒙维科技 65% 股权，皖维高新完成了在国内华北、华东、华南市场的生产基地布局。

收购广维化工后，利用当地生物乙醇资源建设 5 万吨生物乙醇制乙烯法聚乙烯醇（PVA）项目，预计将于 11 年上半年建成，发挥其靠近珠三角、东南亚市场的区位优势，开拓市场空间。

通过增资蒙维科技持股 65%，依托内蒙古地区丰富的煤、电、电石资源，规划建设 10 万吨聚乙烯醇（PVA）装置，将大幅降低生产成本，预计一期 5 万吨将于 10 年底建成。

公司本部的 5 万吨醋酐预计将于 10 年 5 月建成投产，预计 10 年醋酐产量将达到约 2 万吨。

●维持公司“推荐”评级

皖维高新持有国元证券 6597 万股，约 3.36% 的股权，每股皖维高新折合国元证券股权 0.18 股，按国元证券现价 18.35 元/股计算，其股权价值为 3.3 元/股。

下游房地产行业开工状况影响 PVA 行业需求，欧洲市场复苏将带动高强高模 PVA 纤维销售。09 年电价上调推高了公司生产成本，导致 PVA 毛利率低于此前预期，我们略下调盈利预测，预计 10-12 年 EPS 为 0.37、0.80、1.01 元，维持“推荐”评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	223	320	350	380
应收款项	325	544	821	962
存货净额	271	464	678	777
其他流动资产	167	279	421	493
流动资产合计	986	1607	2271	2612
固定资产	1775	2773	3175	3087
无形资产及其他	155	150	145	140
投资性房地产	1414	1414	1414	1414
长期股权投资	10	10	10	10
资产总计	4340	5954	7015	7263
短期借款及交易性金融负债	984	2229	2339	2313
应付款项	294	504	737	845
其他流动负债	92	153	224	256
流动负债合计	1370	2887	3299	3414
长期借款及应付债券	613	613	1068	953
其他长期负债	214	214	214	214
长期负债合计	827	827	1282	1167
负债合计	2197	3714	4581	4581
少数股东权益	18	13	(14)	(44)
股东权益	2125	2228	2447	2727
负债和股东权益总计	4340	5954	7015	7263

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.14	0.37	0.80	1.01
每股红利	0.23	0.09	0.20	0.25
每股净资产	5.77	6.05	6.65	7.41
ROIC	3%	4%	8%	9%
ROE	2%	6%	12%	14%
毛利率	14%	15%	17%	18%
EBIT Margin	5%	8%	11%	12%
EBITDA Margin	12%	13%	16%	17%
收入增长	-21%	67%	51%	17%
净利润增长率	-20%	167%	114%	27%
资产负债率	51%	63%	65%	62%
息率	1.8%	0.7%	1.5%	2.0%
P/E	91.9	34.5	16.1	12.7
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	33.3	24.0	14.1	10.8

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1672	2800	4228	4950
营业成本	1436	2391	3495	4048
营业税金及附加	5	8	12	14
销售费用	26	34	43	50
管理费用	118	151	212	238
财务费用	55	102	137	166
投资收益	12	31	25	25
资产减值及公允价值变动	2	5	5	5
其他收入	0	0	0	0
营业利润	48	150	359	463
营业外净收支	8	11	11	11
利润总额	55	161	370	474
所得税费用	2	16	37	57
少数股东损益	2	8	40	45
归属于母公司净利润	51	137	293	372

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	51	137	293	372
资产减值准备	(10)	2	0	0
折旧摊销	120	134	193	263
公允价值变动损失	(2)	(5)	(5)	(5)
财务费用	55	102	137	166
营运资本变动	(645)	(247)	(331)	(171)
其它	8	(8)	(27)	(30)
经营活动现金流	(477)	14	123	429
资本开支	(531)	(1129)	(584)	(165)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(531)	(1129)	(584)	(165)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	353	0	(45)	(115)
支付股利、利息	(86)	(34)	(73)	(93)
其它融资现金流	334	1246	109	(25)
融资活动现金流	869	1211	491	(234)
现金净变动	(139)	97	30	30
货币资金的期初余额	362	223	320	350
货币资金的期末余额	223	320	350	380
企业自由现金流	(968)	(1047)	(303)	454
权益自由现金流	(281)	107	(362)	167

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755-82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755-82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755-82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010-82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鹤	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82133400		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755-82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
兰晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021-60933166
				赵斯尘	021-60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骞 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	