

日期: 2010年3月3日

行业: 化纤行业



陈志斌  
021-53519888-1971  
chenzhibin@sigchina.com

**基本数据 (Y09)**

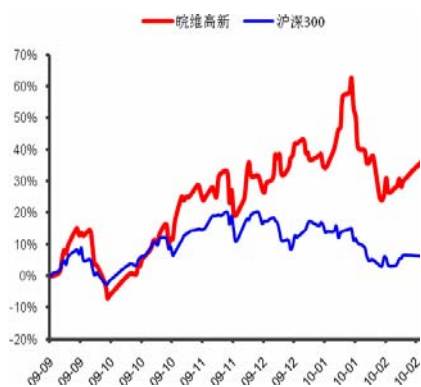
报告日股价 (元)	12.83
12mth A 股价格区间 (元)	5.81/15.08
总股本 (百万股)	368.08
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	4722.47
每股净资产 (元)	5.77
PBR (X)	2.22
DPS (09H, 元)	不分配, 不转增

**主要股东 (Y09)**

皖维集团	38.40%
中邮核心成长基金	2.71%
广发稳健增长基金	2.04%
华夏盛世精选基金	1.36%
华夏大盘基金	1.08%

**收入结构 (Y09)**

化工	64.03%
化纤	13.07%
建材	22.89%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**

报告编号: CZB10-CT01

**新增产能将增厚公司业绩****主要观点:****09 年报概要**

公司 2010 年 3 月 3 日发布公告, 09 年公司实现营业收入 16.72 亿元, 同比下降 20.68%, 实现归属于母公司股东的净利润为 0.51 亿元, 同比下滑 19.65%。每股收益 0.14 元, 08 年每股收益为 0.174 元

**业绩虽下滑 亮点仍突出**

公司在经营管理、降低产品单耗等方面作用显著, 有效化解了外部经营环境恶化带来的负面影响。在主营业务收入下降的情况下, 主营业务利润保持了正增长。如表 1 所示, 公司 09 年主营业务的净利润实际保持了正增长, 同比增长了 28.52%。净利润下滑的主要原因在于公司持有的国元证券分红 09 年较 08 年下滑了 2111.21 万元。

**10 年蒙维将贡献利润**

09 年公司先后投资和收购了蒙维及广维。产能规划都是 10 万吨 PVA, 其中蒙维是电石法工艺路线, 主要依赖内蒙古当地的电石、电力及人力资源优势, 未来产品具有天然成本优势, 同时可覆盖北方市场。从目前项目进展情况看, 我们预计 10 年蒙维将率先为公司贡献业绩, 盈利来源为 12 万吨电石销售。

**投资建议:****未来六个月内, 给予“超强大市”评级;**

PVA 现在价格在 13000 元/吨水平, 处于历史低位, 保守估计, 10 年均价可达 15000 元/吨左右, 对公司而言, 价格波动对业绩影响弹性很大。同时, 12 万吨电石及新增高模高强 PVA 纤维产能的释放将增厚公司业绩。我们给予公司“超强大市”评级。

**数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2,107.81	1,671.96	2,173.54	3,695.02
年增长率 (%)	15.91%	-20.68%	30.00%	70.00%
归属于母公司的净利润	63.95	51.38	120.53	305.25
年增长率 (%)	-20.70%	-19.65%	134.59%	153.26%
每股收益 (元)	0.17	0.14	0.33	0.83
PER (X)	74.8	93.1	39.7	15.7

注: 有关指标按最新总股本为 368.08 百万股计算

## 一、年报概要

公司 2010 年 3 月 3 日发布公告, 09 年公司实现营业收入 16.72 亿元, 同比下降 20.68%, 实现归属于母公司股东的净利润为 0.51 亿元, 同比下滑 19.65%。每股收益 0.14 元, 08 年每股收益为 0.174 元。

## 二、业绩虽下滑 亮点仍突出

公司业绩基本符合预期。受全球经济危机影响, 公司 09 年经营较为困难, 面临主产品市场需求萎缩、产品出口受阻以及煤电价格持续高位运行等种种不利因素, PVA 价格下行致使公司业绩难以提振。

与此同时, 公司在经营管理、降低产品单耗等方面作用显著, 有效化解了外部经营环境恶化带来的负面影响。在主营业务收入下降的情况下, 主营业务利润保持了正增长。如表 1 所示, 公司 09 年主营业务的净利润实际保持了正增长, 同比增长了 28.52%。净利润下滑的主要原因在于公司持有的国元证券分红 09 年较 08 年下滑了 2111.21 万元。

表 1 09 年公司净利润结构 (单位: 万元)

	09 年	08 年
归属于上市公司股东的净利润	5138.02	6394.81
国元证券股权分红	1287.56	3398.77
主营业务净利润	3850.46	2996.04
主营业务净利润同比增长	854.42	

资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

## 三、10 年蒙维将贡献利润

目前, 公司产品产能主要包括: 10 万吨 PVA、1.5 万吨高强高模 PVA、300 万吨水泥熟料和 6 万吨聚酯切片。公司产能主要集中在安徽本部。

09 年公司先后投资和收购了蒙维及广维。产能规划都是 10 万吨 PVA, 建设达产后 PVA 产能将达到 30 万吨。其中蒙维是电石法工艺路线, 主要依赖内蒙古当地的电石、电力及人力资源优势, 未来产品具有天然成本优势, 同时可覆盖北方市场。而广维采取的是酒精乙醇

法路线，未来将集中生产差异化、高附加值的 PVA 产品，覆盖东盟自由贸易区。

从目前项目进展情况看，我们预计 10 年蒙维将率先为公司贡献业绩，盈利来源为 12 万吨电石销售，待生产线安装、调试完成后，电石将主要用于生产 PVA。而广维实现盈利仍需时日。

从公司本部看，高强高模 PVA 纤维是高毛利率产品，随着欧美经济的逐渐复苏，对公司产品的需求将逐步增加，我们预计，公司或扩大相应产能，使公司在这一领域的全球垄断地位进一步增强。因此，10 年公司这一产品或面临价涨量增的有利环境。

## 四、投资评级

PVA 现在价格在 13000 元/吨水平，处于历史低位，保守估计，10 年均价可达 15000 元/吨左右，对公司而言，价格波动对业绩影响弹性很大。同时，12 万吨电石及新增高强高模 PVA 纤维产能的释放将增厚公司业绩。我们给予公司“超强大市”评级。

## 五、附表

附表 1 皖维高新损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
营业总收入	2107.81	1671.96	2173.54	3695.02
营业总成本	2074.67	1636.73	2048.78	3359.51
营业成本	1821.61	1436.25	1814.91	3029.92
营业税金及附加	9.39	4.72	4.35	7.39
销售费用	24.79	25.58	33.04	56.16
管理费用	130.27	117.83	108.68	147.80
财务费用	81.44	54.76	83.46	110.85
资产减值损失	7.17	-2.42	4.35	7.39
投资净收益	33.99	12.49	12.17	20.69
营业利润	67.12	-2.42	136.93	356.20
营业外收入	7.46	7.82	14.78	25.13
营业外支出	2.80	0.21	3.48	5.91
利润总额	71.78	55.32	148.24	375.41
所得税	5.89	1.95	22.24	56.31
净利润	65.89	53.37	126.00	319.10
归属母公司股东的净利润	63.95	51.38	120.53	305.25
每股收益	0.17	0.14	0.33	0.83

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 368.08 万股摊薄计

## 分析师承诺

分析师 陈志斌

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。