# 皖维高新（600063） 基础化工

## —PVA 行业龙头，未来产能有望翻番

| 投资评级 | 推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 8.34 | 元 |
|---|---|---|---|---|---|---|

### 投资要点：

2010 年上半年，公司实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 22.9%；实现归属母公司股东净利润 4016 万元，同比增长 6.2%；实现基本每股收益 0.109 元，上年同期为 0.103 元，略低于市场预期。

受国家地产调控政策的影响，国内聚乙烯醇的下游需求已然不足，其价格仍处于底部徘徊，2010 年 1-6 月份全国聚乙烯醇市场均价为 13,543 元/吨，同比下滑近 2,000 元/吨。于此同时，由于煤、电等原材料价格的逐步上涨，不断挤压公司的利润空间。

2010 年 6 月 3 日，公司股东大会通过并修改了非公开增发的预案。公司此次非公开增发股票方案拟募集资产主要用于投资广维化工 5 万吨生物质制聚乙烯醇项目、蒙维科技 10 万吨聚乙烯醇一期项目，以及皖维高新 2 万吨高强高魔聚乙烯醇纤维技改项目。

这些项目有望于 2011 年建成投产，届时公司产能将会实现翻番；同时广西和内蒙古低廉的原材料资源，将大大降低公司的生产成本，进一步提升公司产品的盈利能力。

另外，公司 5 万吨的醋酐项目，有望于今年 4 季度投产，至此公司的 PVA 循环产业链打造完成，并且该项目有望于 2011 年贡献业绩。

我们初步预计 2010-2011 年公司每股盈利分别为 0.25 元和 0.35 元；另外，考虑到公司每股股权隐含 0.18 股的国元证券（000728）股权，采用 wind 的市场一致预期，2010-2011 年国元证券 EPS 分别为 0.56 和 0.66 元，对应公司每股投资收益 0.10 元和 0.12 元。按目前券商 25 倍左右的平均市盈率来计算，对应股价 2.5 元，扣除这部分国元股权对应价值，公司 2010-2011 年 PE 估值分别为 38 倍和 25 倍，不算便宜。

考虑到目前 PVA 处于历史性底部，公司每股收益对应 PVA 价格弹性较大，随着未来国内和国外的经济环境的不断向好，PVA 价格有超预期上涨的可能，因此我们建议进行战略性建仓，维持公司“推荐”的投资评级。

2010 年 8 月 10 日

### 主要数据

| | |
|---|---|
| 52 周最高/最低价(元) | 14.68/7.09 |
| 上证指数/深圳成指 | 2672.53/11017.41 |
| 50 日均成交额(百万元) | 51.69 |
| 市净率(倍) | 1.44 |
| 股息率 | |

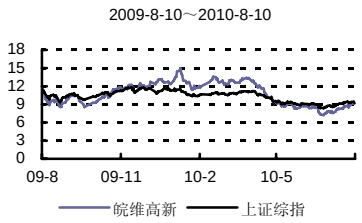
### 基础数据

| | |
|---|---|
| 流通股(百万股) | 368.08 |
| 总股本(百万股) | 368.08 |
| 流通市值(百万元) | 3069.78 |
| 总市值(百万元) | 3069.78 |
| 每股净资产(元) | 5.77 |
| 净资产负债率 | 103.38% |

### 股东信息

| | |
|---|---|
| 大股东名称 | 安徽皖维集团有限责任公司 |
| 持股比例 | 38.40% |

### 52 周行情图




### 相关研究报告

### 联系方式

| | |
|---|---|
| 研究员： | 褚杰 |
| 执业证书编号： | S0020108091185 |
| 电　话： | 021-51097188-1875 |
| 电　邮： | chujie@gyzq.com.cn |
| 联系人： | 赵喜娟 |
| 电　话： | （86-21）51097188-1952 |
| 电　邮： | zhaoxijuan@gyzq.com.cn |
| 地　址： | 中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001） |

公司主要从事聚乙烯醇系列产品、高强高模聚乙烯醇纤维产品和水泥及熟料的生产和销售。现有聚乙烯醇 10 万吨、高强高模聚乙烯醇纤维 2 万吨和水泥及熟料产品 240 万吨，可分散胶粉 2 万吨的生产能力。公司已发展成为中国最大的聚乙烯醇生产企业，中国最大、世界第二的高强高模聚乙烯醇纤维生产和出口基地，安徽省最大的化工化纤建材联合企业。

## 行业底部徘徊，公司业绩略低于预期

2010 年上半年，公司实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 22.9%；实现归属母公司股东净利润 4016 万元，同比增长 6.2%；实现基本每股收益 0.109 元，上年同期为 0.103 元，略低于市场预期。

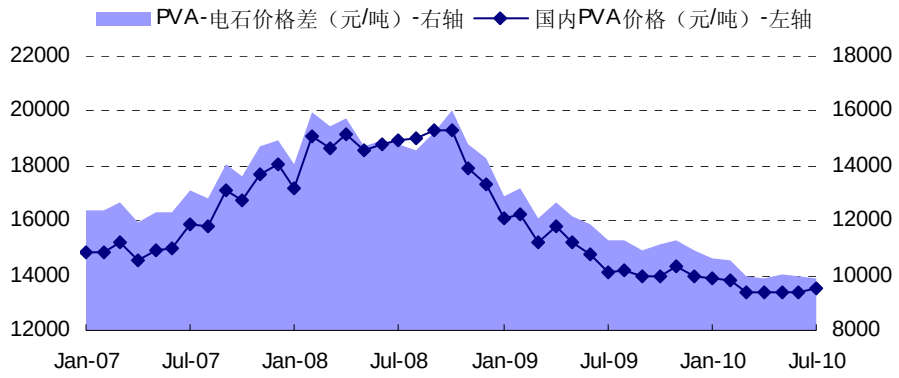
**表 1. 2010 年公司中报数据**

| 科目 | 2010H1 | 2009H1 | 同比增减 | 同比增幅 |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（万元） | 98,019 | 79,785 | 18,234 | 22.9% |
| 营业成本（万元） | 83,229 | 67,350 | 15,879 | 23.6% |
| *毛利率* | 15.1% | 15.6% | -0.5% | |
| 期间费用（万元） | 12,866 | 9,750 | 3,116 | 32.0% |
| 投资收益（万元） | 3,334 | 1,235 | 2,099 | 170.0% |
| 营业利润（万元） | 5,167 | 3,804 | 1,363 | 35.8% |
| 净利润（万元） | 4,759 | 3,975 | 784 | 19.7% |
| 基本每股收益（元） | 0.109 | 0.103 | 0.006 | 5.8% |

*数据来源：公司公告、国元证券研究中心*

受国家地产调控政策的影响，国内聚乙烯醇的下游需求已然不足，其价格仍处于底部徘徊，2010 年 1-6 月份全国聚乙烯醇市场均价为 13,543 元/吨，同比下滑近 2,000 元/吨。于此同时，由于煤、电等原材料价格的逐步上涨，不断挤压公司的利润空间。

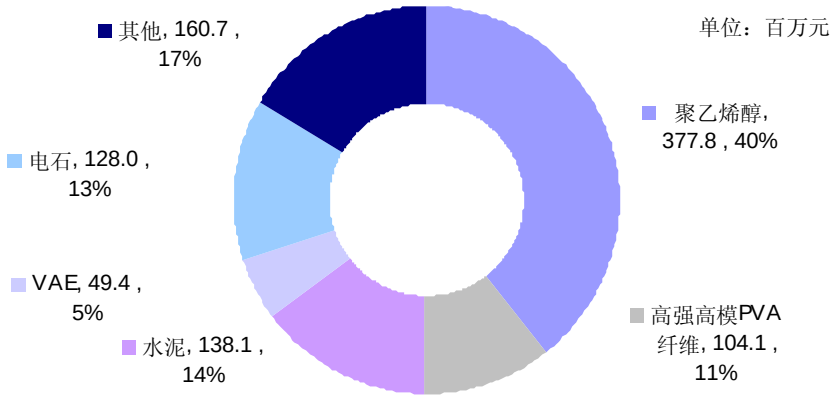
**图 1. PVA-电石价差降至历史低位**




*数据来源：中国石油化工协会、国元证券研究中心*

仅管国内 PVA 下游需求不足，使得公司主要产品的销售收入均出现不同程度的下滑，但公司产品的整体毛利率水平仍保持稳定，部分产品并略有上涨。

**图 2. 公司主营产品构成**




*数据来源：中国石油化工协会、国元证券研究中心*

**表 2. 2010 年 1-6 月份公司主要产品盈利情况**

| 科目 | 营业收入（百万元） | 营业成本（百万元） | 毛利率 | 收入增长率 |
|---|---|---|---|---|
| 聚乙烯醇 | 377.79 | 307.62 | 18.6% | -7.0% |
| 高强高模 PVA 纤维 | 104.09 | 73.80 | 29.1% | -2.8% |
| 水泥 | 138.07 | 130.04 | 5.8% | -24.2% |
| VAE | 49.43 | 49.06 | 0.75% | |
| 电石 | 128.03 | 108.52 | 15.2% | |

*数据来源：公司公告、国元证券研究中心*

## 拟增发项目，拓展公司未来成长空间

2010 年 6 月 3 日，公司股东大会通过并修改了非公开增发的预案。公司此次非公开增发股票方案拟募集资产主要用于投资广维化工 5 万吨生物质制聚乙烯醇项目、蒙维科技 10 万吨聚乙烯醇一期项目，以及皖维高新 2 万吨高强高魔聚乙烯醇纤维技改项目。这些项目有望于 2011 年建成投产，届时公司产能将会实现翻番；同时广西和内蒙古低廉的原材料资源，将大大降低公司的生产成本，进一步提升公司产品的盈利能力。

另外，公司 5 万吨的醋酐项目，有望于今年 4 季度投产，至此公司的 PVA 循环产业链打造完成，并且该项目有望于 2011 年贡献业绩。按照我们的测算：吨聚乙烯醇副产 1.5 吨醋酸甲酯，耗用蒸汽 20 吨，其中将醋酸甲酯还原为醋酸和甲醇约消耗 5 吨蒸汽。按公司年产 9 万吨聚乙烯醇，副产 13.5 万吨醋酸甲酯。项目实施后 5 万吨醋酐的产能将节约蒸汽 25 万吨，节约能源费用约 2,000 万元。

我们初步预计 2010-2011 年公司每股盈利分别为 0.25 元和 0.35 元；另外，考虑到公司每股股权隐含 0.18 股的国元证券（000728）股权，采用 wind 的市场一致预期，2010-2011 年国元证券 EPS 分别为 0.56 和 0.66 元，对应公司每股投资收益 0.10 元和 0.12 元。按目前券商 25 倍左右的平均市盈率来计算，对应股价 2.5 元，扣除这部分国元股权对应价值，公司 2010-2011 年 PE 估值分别为 38 倍和 25 倍，不算便宜。

考虑到目前 PVA 处于历史性底部，公司每股收益对应 PVA 价格弹性较大，随着未来国内和国外的经济环境的不断向好，PVA 价格有超预期上涨的可能，因此我们建议进行战略性建仓，维持公司“推荐”的投资评级。

## 国元证券投资评级体系：

| (1)公司评级定义 | | | |
|---|---|---|---|
| | 二级市场评级 | | 公司质地评级 |
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上 | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平 |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上 | | |

| (2)行业评级定义 | |
|---|---|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上 |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上 |

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn