

皖维高新 (600063)

PVA 未见起色，未来看蒙维

—皖维高新 2010 年 3 季报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB9.83

分析师

李辉

SAC 执业证书编号:S1000210070026

+755-82364424 lihuijs@lhqz.com

- 皖维高新公布 2010 年 3 季报:2010 年前 3 季度共实现销售收入 16.4 亿元, 同比增长 39.17%, 实现净利润 4595 万元, 同比增长 2.4%。实现每股收益 0.125 元,。其中 3 季度单季度实现每股收益 0.016 元, 符合我们预期。
- PVA 产品价格持续低迷, 4 季度难言改善。PVA3 季度价格仍然在低位运行, 由于电石成本上涨, PVA 行业目前陷入行业性亏损。由于房地产受到国家政策的持续调控, PVA 行业 4 季度难言改善。
- 资本开支大, 融资需求迫切。由于公司积极进行产能扩张和全国布局, 大量资本开支导致公司的资产负债率进一步上升至 64.6%的较高水平。我们认为公司再融资需求迫切, 有望在 4 季度完成定向增发。
- 未来发展看蒙维。随着明年蒙维 5 万吨 PVA 的建成投产, 公司 PVA 平均成本预计将明显下降, 同时节省部分运输费用, PVA 盈利能力将同比明显上升。同时, 公司本部向 PVA 下游深加工领域的扩展也值得期待。
- 公司 3 季报基本符合预期, 维持公司 2010 年至 2012 年盈利预测分别为 0.15 元、0.44 元和 0.63 元。公司当前股价 9.84 元, 扣除 0.19 元国元证券股权 (14.89 元/股), 对应 2010 年至 2012 年 PE 分别为 46.73 倍、15.9 倍和 11.13 倍, 对应 PB 为 2.2 倍, 估值合理。看好公司全国布局, 上下游一体化的发展方向, 给予公司增持评级。
- 风险提示: 需求低迷及行业产能快速扩张导致 PVA 产品价格大幅下跌。新产能投产低于预期或装置运行出现问题。

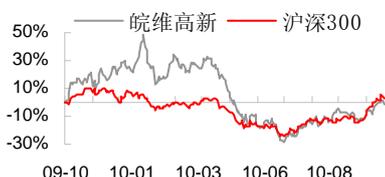
相关研究

《全国布局, 业绩有望爆发性增长》2010.2.22
《潜在在 PVA 行业冬季》2010.3.3

基础数据

总股本 (百万股)	368.08
流通 A 股 (百万股)	368.08
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)	3618.22

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1672.0	980.2	2108.6	3056.4	3790.8
(+/-%)	-20.7	22.9	26.12	44.95	24
归属母公司净利润(百万元)	51.4	40.2	56.1	162.1	233.2
(+/-%)	-19.7	6.2	9.2	188.8	43.9
EPS(元)	0.14	0.11	0.15	0.44	0.63
P/E(倍)	70.4	90.1	64.5	22.3	15.5

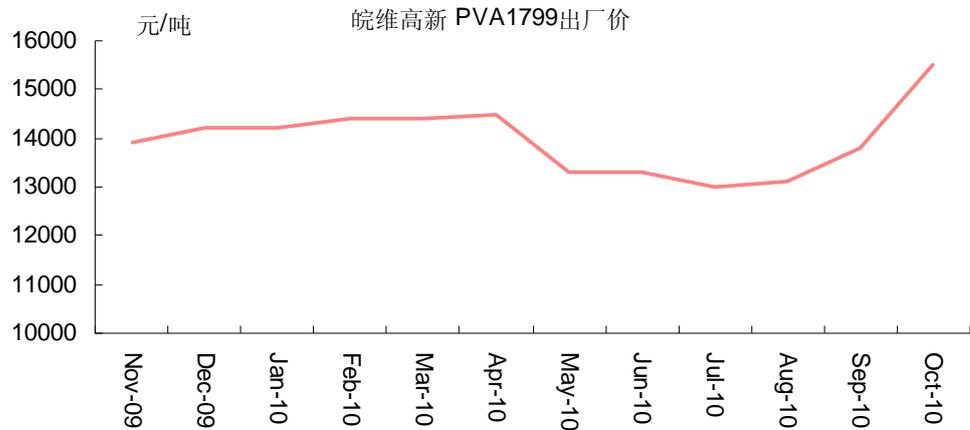
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

皖维高新公布 2010 年 3 季报: 2010 年前 3 季度共实现销售收入 16.4 亿元, 同比增长 39.17%, 实现净利润 4595 万元, 同比增长 2.4%。实现每股收益 0.125 元,。其中 3 季度单季度实现每股收益 0.016 元, 符合我们预期。

3 季度未见起色

产品价格持续低迷, 3 季度环比未见改善。受下游房地产行业调控和产能过剩的影响, PVA3 季度价格仍然在低位运行。根据金银岛网站公布的数据, 3 季度皖维高新 1799 絮状 PVA 出厂价在 13200 元左右, 环比变化不大。由于电石成本上涨, PVA 行业目前陷入行业性亏损, 皖维高新凭借出色的成本控制, 勉强维持盈亏平衡。

图 1、皖维高新 PVA 出厂价 3 季度未见起色



资料来源: 金银岛, 华泰联合证券研究

资本开支较大, 负债率上升, 融资需求迫切。由于公司积极进行产能扩张和全国布局, 大量资本开支导致公司的资产负债率进一步上升。3 季度, 公司的资产负债率由 58.98% 进一步上升至 64.6%, 处于较高水平。根据公司公告, 未来公司在内蒙蒙维和广西还将分别扩产 5 万吨 PVA 产能, 就目前行业现状, 靠自身积累显然无法满足公司全国布局的资本需求。因此, 我们认为公司再融资需求迫切, 有望在 4 季度完成定向增发。

4 季度难言改观, 未来增长看蒙维

电石价格快速上涨, PVA 涨价传导压力。10 月份受限电等因素影响, 电石价格快速上涨, 华东地区电石到厂价上涨 500 元/吨, 达到 4000 元/吨的高位。受此影响, 公司相应上调 PVA 的出厂价, 根据金银岛网站的数据, 目前 1799 型 PVA 报价 15500 元/吨, 基本能够抵消电石成本上涨的不利影响。

图 2、电石价格快速上涨



资料来源：化工在线、华泰联合证券研究

下游低迷，4 季度难言改善。由于房地产受到国家政策的持续调控，PVA 下游涂料等需求在 4 季度难言改善。因此，我们预计公司 4 季度业绩也很难有较大改善。由于电石价格的快速上涨，预计公司控股的蒙维公司 4 季度业绩会有一些程度的上升。

未来发展看蒙维。随着明年蒙维 5 万吨 PVA 的建成投产，公司 PVA 平均成本预计将明显下降，同时节省部分运输费用，PVA 盈利能力将同比明显上升。同时，公司本部向 PVA 下游深加工领域的扩展也值得期待。

投资建议

公司 3 季报基本符合预期，维持公司 2010 年至 2012 年盈利预测分别为 0.15 元、0.44 元和 0.63 元。公司当前股价 9.84 元，扣除 0.19 元国元证券股权（14.89 元/股），对应 2010 年至 2012 年 PE 分别为 46.73 倍、15.9 倍和 11.13 倍，对应 PB 为 2.2 倍，估值合理。看好公司全国布局，上下游一体化的发展方向，给予公司增持评级。

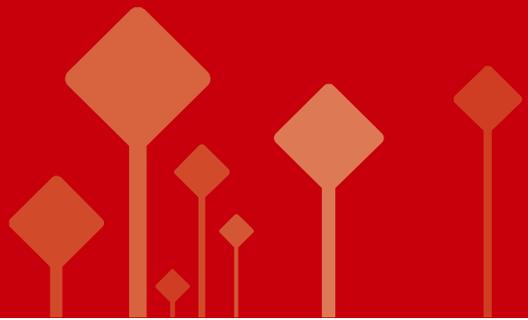
风险提示：

- 1、需求低迷及行业产能快速扩张导致 PVA 产品价格大幅下跌。
- 2、新产能投产低于预期或装置运行出现问题。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	986	1137	1132	1397	营业收入	1672	2109	3056	3791
现金	223	384	245	303	营业成本	1436	1800	2509	3074
应收账款	159	136	225	279	营业税金及附加	5	4	6	8
其他应收款	11	23	33	41	营业费用	26	42	58	68
预付账款	141	18	100	123	管理费用	118	148	183	227
存货	271	450	376	461	财务费用	55	81	104	114
其他流动资产	180	127	153	190	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	3354	3314	4186	4051	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	12	33	20	20
固定资产	1415	1556	2516	2425	营业利润	48	68	216	319
无形资产	155	159	159	159	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	1774	1589	1502	1458	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4340	4451	5319	5448	利润总额	55	68	216	319
流动负债	1370	1537	2171	1846	所得税	2	10	32	48
短期借款	795	850	1496	957	净利润	53	57	184	272
应付账款	137	54	301	369	少数股东损益	2	1	22	38
其他流动负债	438	633	374	519	归属母公司净利润	51	56	162	233
非流动负债	827	713	763	963	EBITDA	223	276	506	672
长期借款	613	713	763	963	EPS (元)	0.14	0.15	0.44	0.63
其他非流动负债	214	0	0	0					
负债合计	2197	2250	2934	2809	主要财务比率				
少数股东权益	18	19	41	79		2009	2010E	2011E	2012E
股本	368	368	368	368	成长能力				
资本公积	1553	1553	1553	1553	营业收入	-20.7%	26.1%	44.9%	24.0%
留存收益	198	254	416	633	营业利润	-28.9%	41.7%	219.6%	47.9%
归属母公司股东权益	2125	2181	2343	2560	归属于母公司净利润	-19.7%	9.2%	188.8%	43.9%
负债和股东权益	4340	4451	5319	5448	获利能力				
					毛利率(%)	14.1%	14.6%	17.9%	18.9%
					净利率(%)	3.1%	2.7%	5.3%	6.2%
					ROE(%)	2.4%	2.6%	6.9%	9.1%
					ROIC(%)	4.4%	6.0%	8.9%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.6%	50.6%	55.2%	51.6%
					净负债比率(%)	72.69%	77.86%	83.44%	75.11%
					流动比率	0.72	0.74	0.52	0.76
					速动比率	0.52	0.45	0.35	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.48	0.63	0.70
					应收账款周转率	10	13	16	14
					应付账款周转率	12.95	18.86	14.13	9.18
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.15	0.44	0.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.41	0.95	1.65
					每股净资产(最新摊薄)	5.77	5.93	6.37	6.96
					估值比率				
					P/E	70.42	64.49	22.33	15.51
					P/B	1.70	1.66	1.54	1.41
					EV/EBITDA	16	13	7	5

数据来源: 华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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