

# 资金缺盈利难 皖维高新豪赌PVA骑虎难下

证券时报记者 江成

在项目资金缺口高达11亿元的情况下，皖维高新还是义无反顾地把定增募集资金砸向了聚乙烯醇(PVA)产业。落子内蒙古和广西，公司认为是“实现低成本扩张”的重要一环。然而，每况愈下的PVA行业、西北地区日趋过剩的PVA产能、当地政府不确定的煤炭配套资源，给皖维高新原本美好的项目愿景打上了巨大的问号。

## 重金砸向PVA项目

广维、蒙维PVA一期工程的项目投资预算分别是6.49亿元和12.36亿元。

皖维高新是国内PVA龙头企业，其产品结构包括PVA及下游产业链、水泥等两大系列化工建材产品。为进一步扩大PVA行业优势，2010年，公司决定以11.31元/股的增发价非公开发行1亿股，用于安徽本部高强高模PVA纤维技改、子公司广西广维化工有限公司(以下简称“广维”)5万吨/年PVA、控股子公司内蒙古蒙维科技有限公司(以下简称“蒙维”)20万吨/年醋酸乙烯和10万吨/年PVA一期工程等三大项目。

资料显示，PVA下游包括纤维纺织和非纤维建材两大类，不过随着近些年可替代合成纤维的迅速发展，PVA在纺织浆料的应用开始萎缩，需求渐渐缩小到对品质要求比较高的领域，如高强高模PVA纤维、聚乙烯醇缩丁醛(PVB)、可生物降解PVA薄膜、液晶显示屏偏光膜等领域。

皖维高新原定于11.31元/股的定向增发价，在2010年其股价跌破增发价后被下调到9.16元/股。公司于去年3月募得资金8.9亿元。公告显示，这部分资金中的4.86亿元用于蒙维工程，2亿元用于广维项目，2.03亿元用于本部项目。

按照公司披露的定增预案和蒙维项目的《可行性报告》，广维、蒙维PVA一期工程的项目投资预算分别是6.49亿元和12.36亿元，本部项目是2.91亿元。由于实际募集资金低于预期，公司表示将以自筹方式弥补。证券时报记者发现，在剔除本部项目技改节约的1.2亿元后，广维、蒙维两个PVA项目的资金缺口合计在11亿元以上。对于这部分资金，皖维高新董秘吴尚义告诉证券时报记者，将主要由子公司通过银行贷款等方式自行筹集。

2009年到2011年的年报显示，皖维高新的投资活动现金流出在2009年4.28亿元的基础上连续两年大幅增长，2010年达到9.29亿元，即便在2011年定增募资后，投资活动现金流出也高达8.32亿元。

## 产能过剩盈利堪忧

“按PVA的扩产速度，未来10年下游都不可能消化。”

皖维高新以预算18.85亿元重金砸向两个PVA项目，似乎是基于其未来盈利能力较强的判断。但是近两年来，PVA行业的景气度大不如前。按PVA的扩产速度，未来10年下游都不可能消化。”一位长期关注皖维高新的券商研究员在预测PVA盈利前景时告诉证券时报记者。记者在咨询多位业内人士后发现，去年开始，PVA行业在产能无序扩张的压力下，行情陡然直下。仅仅两年，这个行业已和2010年时相

去甚远。

中宇资讯PVA资深分析师石伟娜告诉记者，聚氯乙烯(PVC)和PVA是电石的两个主要下游，近几年PVC因能耗高被限制扩产，行业投资开始向PVA转移，去年国内消费量和产量勉强持平，但在巨额新增产能的预期压力下，去年下半年起PVA就一直在跌。”

上述券商研究员认为，PVA需求面较窄且多年增长缓慢，产能方面，除皖维高新外，今年内蒙双欣、宁夏大地、国电英力特等三家企业都有扩产计划，拟新增产能合计超过80万吨。

在PVA行情好时扩产，新增产能往往意味着新增业绩。但在行业严重过剩、行情急转直下时，这合计15万吨的PVA募投项目，极可能成为皖维高新业绩的拖累。

国内传统生产PVA的上市公司有山西三维、云维股份和皖维高新三家。由于PVA需求面窄、盈利难，山西三维已转向生产化工新材料1,4-丁二醇(BDO)，云维股份也转向生产其他煤化工产品。

从皖维高新定期披露的财报中，就可以窥见PVA行业每况愈下的景气度。财报显示，虽然2011年PVA营收同比增长14.9%，但营业利润率一直在跌：去年上半年同比下跌9.96%，仅为8.61%，到去年底再度跌至4.87%。

在分别计算公司各产品的营收贡献和营业利润贡献后，记者发现，虽然去年三季度蒙维一期PVA投产后新增收入6306万元，推动公司PVA营收贡献从去年中的31%增加到年末的32%，但公司PVA的营业利润占比却从15%收窄到10%。

今年一季度则更加惨淡。季报显示，公司基本每股收益为0.036元/股，扣除非经常性损益后的基本每股收益是0.001元/股，比上年度期末大幅缩水98%。也就是说，在剔除交易性金融资产收益3400万元等多个项目损益后，真实、公允反映公司盈利能力的非经常性损益仅有90多万元。

## 蒙维项目骑虎难下

在集团打造“百亿皖维”的愿景下，皖维高新似乎没有退路。

在解释公司定增项目时，皖维高新曾这样表述：依托公司的管理优势和技术优势，利用广西丰富的生物质资源和内蒙古低廉的能源价格，实现低成本扩张。”

但是，有同样想法的企业不止皖维高新一家，记者了解到，内蒙双欣、宁夏大地和国电英力特三家有新增产能计划的企业都位于资源丰富地区。上述券商研究员告诉记者，由于内蒙PVA产能饱和，当地通用产品含税价已跌到1.05万元/吨，远低于安徽当地报价1.33万元/吨。

在北方一家有PVA生产线的化工企业负责人看来，具备先发优势和成本优势的内蒙双欣和宁夏大地对行业的影响力，可以用“恐怖”形容。他告诉记者，如果内蒙双欣33万吨和宁夏大地28万吨新项目按计划投产，他会马上关闭PVA生产线。

不过，对于皖维高新这家成立于1969年的老国企来说，难道会不知道PVA产能过剩？在今年3月蒙维召开的PVA项目二期工程安装动员大会”上，总经理李泰坦承：“目前PVA项目是逆势而行，产能不断扩大，供大于求局面越来越严重。”

据熟悉皖维高新的一位业内人士表示，皖维高新之所以选择内蒙古当地的白雁湖化工厂合资成立蒙维科技，是看中了白雁湖的电石资源。不



吴比较/制图

过，即便以当地电石生产PVA，成本也只比华东地区便宜1000元/吨左右，但内蒙古离下游市场远，运输成本优势不大。”据他了解，以1.9~2.1吨电石生产1吨PVA看，白雁湖化工厂的电石资源尚不足以完全供应这10万吨PVA工程。

或许从蒙维网站上频频出现的“扭亏增盈”、“实现PVA盈利”等字样可以看出，到目前为止，皖维高新重金砸下的一期项目并没有带来盈利。但项目已进行至此，在集团打造“百亿皖维”的愿景下，皖维高新似乎没有退路。

对此，吴尚义解释称，蒙维项目是按10万吨/年标准设计，一期5万吨工程完成了大部分建造任务，只有在二期项目打通配套后，运作成本才会降低。他表示，公司会争取在今冬来临前建成二期工程。

## 煤炭资源悬而未决

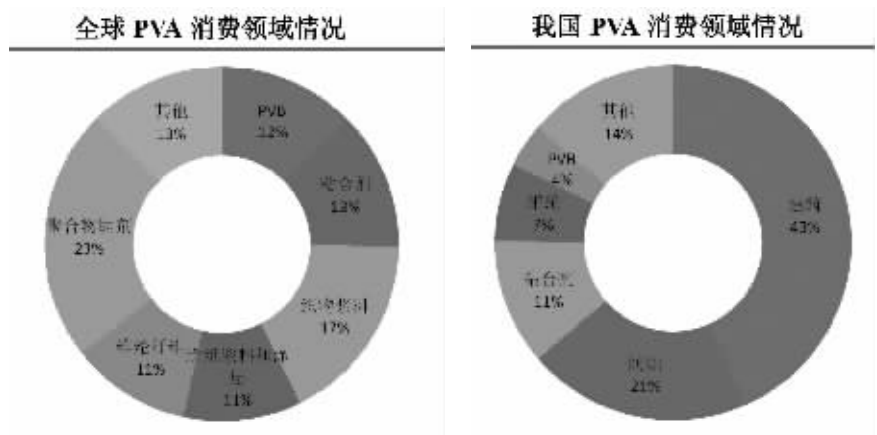
乌兰察布市市委书记多

次表示“会尽快落实煤炭资源”，但尚无下文。

今年3月，皖维高新控股公司蒙维科技召开PVA项目复工动员大会，提出“大战一百天，全面完成PVA项目建设任务。”对此，有分析认为，公司之所以加速上马二期项目，更多可能是在兑现对当地政府招商引资时的承诺；而作为项目回报，政府往往会配备一定规模的煤炭资源。

在前述北方PVA企业负责人看来，蒙维项目实际上是内蒙招商引资策略中众多“以资源换项目”的个案之一。2009年7月，内蒙古自治区政府出台的《关于进一步完善煤炭资源管理的意见》(下称“50号文”)中提到，符合国家和自治区产业政策，一次性完成固定资产投资额40亿元以上的新建大型装备制造和高新技术项目，按每20亿元配1亿吨煤炭标准，单一项目配置煤炭上限为10亿吨。“50号文”出台前

用途	需求分析
纺织浆料	国外要求少因不使用PVA作为浆料，国内纺织浆料替代部分PVA用量，PVA在纺织方面的需求将逐步减少
医用糊	基本保持稳定，但以21为代表的低粘系列逐步增加，17系列为代表的低粘需求将会减少
造纸	全球需求逐步减少，但对国内产品而言，未来低粘系列的高粘产品以争取一定的市场份额
PVP	需求稳定，但品质要求较高
纤维	高强、高模PVA纤维以其独特的性能，以及替代石棉等，其需求将会大幅上升
其它	空气除菌材料、液晶显示屏偏光膜等



应用领域	2009年		2015年		年均增长率
	消费量(万吨)	消费构成(%)	消费量(万吨)	消费构成(%)	
造纸	31.7	48.9	26	26.4	3.0%
纺织	10.2	20.5	12	16.5	2.6%
医药浆料	3.7	11.4	8.2	11.3	8.2%
纤维纤维	3.6	7.0	8.7	5.3	10.9%
PVP	2	4	3.7	5.1	10.3%
其他	6.9	13.7	13.2	18.1	11.4%
合计	59.2	100	72.8	100	6.3%

资料来源：华创证券

## 公司观察 | Company Watch |

# 扩产PVA “百亿皖维”口号下的大跃进

证券时报记者 江成

在业内人士看来，皖维高新能在过去数十年间潜心于PVA产业并不容易。平心而论，它在资源禀赋不强、地缘优势不明显、行业需求逐渐萎缩的情况下，能依靠成本控制和产品差异化常年保持一定盈利并不容易。毕竟这个行业中，一些企业即便位于煤炭资源或电石资源充沛地区，也难做到持续盈利。

沿着“资源综合利用、能源梯次开发”的思路，皖维高新在产品循环利用方面取得了一定成绩。过去几年间，公司在降低运营成本和提高单位产出方面的技改成果颇丰，也因此成为全国同行业和省循环经济典范。以24%的营收占比贡献了去年公司55%营业利润的水泥产业，就是在循环利用PVA固废的基础上发展起来的。

2008年，皖维高新控股股东皖维集团提出建设“百亿皖维”目标，即“十二五”末集团总资产要达到100亿元。以2011年集团总资产60亿元来看，意味着4年内产值和销售收入要增

长40亿元，也意味着产能大跃进将伴随企业未来数年的发展。

由此，皖维高新实施“跳出皖维建皖维”战略，南下广西、北上内蒙古，投资煤炭和生物质资源富集地区，兴建合计15万吨/年的PVA项目，力图在实现资源多元供给的同时，拓展企业发展空间。愿望是美好的，但化工行业的强周期性，足以让PVA行业在两三年时间内彻底掉队。2010年时营业利润率还接近14%的PVA产品，到今年一季度已在盈亏线徘徊。

以公司总资产三分之一的规模投资PVA，皖维高新是以“降低生产成本”为出师之名，但也反映出企业在这个过度竞争产业中的无奈。在2011年年报中，皖维高新对PVA行业有这么一段表述：“公司所处的行业已呈现完全竞争状态，且行业高度依赖的能源价格持续走高，增加了产品的刚性成本。”

据北方一家有PVA生产线的化工企业负责人告诉记者，由于PVA生产线一旦开车就不能轻易停产，因

后，吸引了华泰汽车、京东方、奇瑞汽车、TCL等企业纷纷北上。以京东方为例，去年8月，其在鄂尔多斯投资220亿元后获配10亿吨煤炭探矿权，当年10月公司就以36亿元转让。

然而，并不是每个企业都像京东方这么幸运。内蒙古自治区一位政府人士曾表示，“以资源换项目”也出现过问题，由于部分企业不能兑现投资承诺，因此政府开始采取分阶段发放煤炭资源和采矿权的做法，项目投产后再发放探矿权。”

这或许在一定程度上解释了皖维高新加速上马二期工程的原因。然而，蒙维项目获配煤炭资源的难度在于，其12.3亿元的总投资规模并没有达到20亿元下限。好在“50号文”亦补充道，“个别技术装备水平全国同行业领先的项目，可适当降低条件。”

这则补充条款给了皖维高新可操作的空间。据了解，当初盟政府曾配给皖维高新一处煤矿，但因煤种和煤层不好，公司没有接受。蒙维成立两年来，

虽然先后有多位自治区领导到访，乌兰察布市市委书记也多次表示“会尽快落实煤炭资源”，但尚无下文。

记者就此咨询吴尚义时，他没有否定“资源配置”的说法。不过乌兰察布市到底能配多少煤炭资源、何时到位、配何处的资源(品位不等)，即使配置到位，资源的基础设施怎样，这些都会对成本和规模效应产生实际影响。吴尚义对此表示，双方曾在程序和手续上有备案，“公司正在和相关政府部门商谈，但具体尚未落实。”

在“尽快落实煤炭资源”的承诺下，重金砸向内蒙的皖维高新或许已是骑虎难下：一方面是巨大的自筹资金压力，另一方面行业景气度不断下行；一方面是内蒙双欣等列强环伺，另一方面又要面对不确定的资源配置。种种不确定因素叠加起来，让公司的新投资项目变得不再美好。

皖维高新总预算超过18亿元的两个PVA项目进展如何、盈利怎样，证券时报记者将继续关注。

