

投资评级：推荐（维持）
分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

联系人（研究助理）：

杨晖 010-88366060-8010

Email:yang_hui@cgws.com

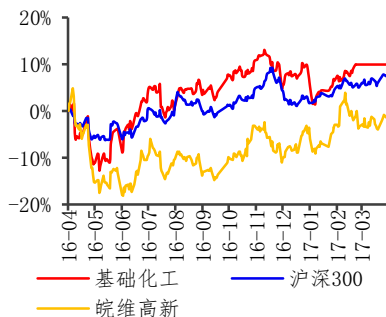
从业证书编号:S1070116100026

市场数据

目前股价	4.98
总市值（亿元）	81.97
流通市值（亿元）	75.70
总股本（万股）	164,589
流通股本（万股）	152,011
12个月最高/最低	5.44/4.07

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,234	5,014	5,640
(+/-%)	19.5%	18.4%	12.5%
净利润	214	370	419
(+/-%)	94.3%	72.9%	13.1%
摊薄 EPS	0.13	0.22	0.25
PE	38.3	22.1	19.6

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

Table 1

四季度费用攀升拖累公司业绩

——皖维高新（600063）公司年报点评

投资建议

公司是全球产量第一的 PVA 厂商，具备 PVA 产能 35 万吨，电石渣循环利用生产水泥熟料产能 320 万吨。PVA 行业竞争态势有望优化，随着行业寡头局面形成，未来龙头议价能力有望提升。公司蒙维项目预计 2 季度 PVA 实现满负荷生产，蒙维项目成本优势明显，将有效增厚公司利润。预计公司 2017 年至 2019 年实现归母净利润 2.14/3.70/4.19 亿元，对应 2016-2018 年 PE 为 38/22/19 倍。维持“推荐”评级。

投资要点

- 事件：**公司发布 2016 年年报，报告期内，公司实现营业收入 35.43 亿元，同比增长 1.69%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.10 亿元，同比增长 0.89%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.95 亿元，同比增长 26.35%；实现基本每股收益 0.07 元。
- 化纤、建材板块毛利率上升、化工板块毛利率下降：**公司业务主要分为化工、化纤和建材板块。其中化纤业务以 PVA 超短纤为主，报告期内受到人民币贬值利好出口影响，销售 2.7 万吨，毛利率达到 27.87%，同比提高 7.67%；建材业务以水泥、熟料为主，报告期内受到国内房地产和基建回暖利好，销售水泥 148.1 万吨，熟料 89.8 万吨，毛利率达到 30.39%，同比提高 8.31%。化工板块以 PVA、醋酸甲酯等为主，报告期内 PVA 行业竞争依然激烈，产品价格中枢下行，同时受到原材料价格上涨影响，产品盈利能力下降。报告期内销售 PVA 14.7 万吨，化工板块毛利率 14.48%，同比下降 3.67%。
- 管理费和销售费率高于预期，拖累公司业绩：**报告期公司财务费用下降 41.22%，但是管理费用上升 12.74%，销售费用上升 18.85%，研发支出上升 14.42%，导致公司利润低于预期。报告期公司 PVA 销量 14.7 万吨，同比增长 15.56%，熟料销售 89.8 万吨，同比增长 19.22%，销量提升导致运费同步上升，同时由于内蒙地区运费成本高于皖维本部，蒙维新项目投产抬高公司销售费用，2016 年度公司销售费用 1.20 亿元，同比增长 18.85%。报告期内公司对管理层和员工实行安全期考核兑现，导致管理费用上涨，报告期公司管理费用 3.58 亿元，同比增长 12.74%；公司对新产品持续加大研发力度，研发支出 1.20 亿元，同比增长 14.42%。
- 行业竞争态势有望优化：**我国 PVA 行业洗牌不断进行，目前国内 PVA 名义产能从 2015 年的 135 万吨降至 120 万吨，实际有效产能 80 万吨左右，国内年实际消费量 60 万吨左右。未来 PVA 市场将逐步向市占率高、研发能力强、技术先进、产业链长、成本低、效益好的企业集中，随着

<<水泥、PVA 盈利改善，蒙维提升公司竞争力>> 2017-02-22

<<蒙维项目巩固 PVA 龙头地位，PVB 前景可期>> 2016-10-28

行业集中度上升，龙头议价能力加强。2016 年 9、10 月 PVA 厂家受成本推动陆续涨价 20%-30%，后来受到蒙维新产能投放影响，价格横盘，我们认为随着蒙维新投放产能逐渐被市场消化，价格有望继续看涨。

- **蒙维项目预计二季度突显成果：**公司内蒙项目 10 万吨特种 PVA 负荷逐渐提升，预计 2 季度实现满产。同时 60 万吨废渣循环利用项目预计在 4 月份投产。蒙维工厂由于用电成本低廉，且电石自供，PVA 综合成本比公司巢湖本部低 2000 元左右。新产能的投放将使公司 PVA 总产能达到 35 万吨，全球第一。我们预期蒙维项目对于公司业绩的提升将有望二季度显现出来。
- **风险提示：**PVA 价格持续低迷，蒙维项目进展不顺利。

附：盈利预测表

利润表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,484.64	3,543.44	4,234.41	5,013.54	5,640.23	成长性					
营业成本	2,826.65	2,872.04	3,324.01	3,800.26	4,286.57	营业收入增长	-15.5%	1.7%	19.5%	18.4%	12.5%
销售费用	100.79	119.79	148.20	170.46	191.77	营业成本增长	-15.9%	1.6%	15.7%	14.3%	12.8%
管理费用	317.22	357.64	406.50	476.29	535.82	营业利润增长	-45.4%	-2.7%	131.5%	82.0%	14.0%
财务费用	122.70	72.12	104.02	111.28	104.76	利润总额增长	-41.8%	-4.7%	106.5%	72.9%	13.1%
投资净收益	34.04	4.79	20.00	20.00	20.00	净利润增长	-39.3%	0.9%	94.6%	72.9%	13.1%
营业利润	107.18	104.30	241.49	439.51	501.10	盈利能力					
营业外收支	30.74	27.16	30.00	30.00	30.00	毛利率	18.9%	18.9%	21.5%	24.2%	24.0%
利润总额	137.92	131.45	271.49	469.51	531.10	销售净利率	3.1%	3.1%	5.1%	7.4%	7.4%
所得税	28.69	21.25	57.01	98.60	111.53	ROE	3.0%	3.0%	5.6%	8.9%	9.3%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.9%	2.2%	3.9%	5.8%	6.2%
净利润	109.23	110.21	214.48	370.91	419.57	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	2.9%	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%
流动资产	1,358.06	1,831.50	1,780.38	2,075.68	2,333.73	管理费用/营业收入	9.1%	10.1%	9.6%	9.5%	9.5%
货币资金	246.41	289.97	423.44	501.35	564.02	财务费用/营业收入	3.5%	2.0%	2.5%	2.2%	1.9%
应收账款	281.43	401.98	401.98	475.94	535.44	投资收益/营业利润	31.8%	4.6%	8.3%	4.6%	4.0%
应收票据	240.26	409.75	292.17	345.93	389.18	所得税/利润总额	20.8%	16.2%	21.0%	21.0%	21.0%
存货	462.23	490.41	541.45	618.83	698.03	应收账款周转率	15.00	10.37	10.53	11.42	11.15
非流动资产	6,085.55	6,881.55	7,290.93	7,752.15	8,229.49	存货周转率	6.41	6.03	6.44	6.55	6.51
固定资产	3,545.29	0.00	207.34	442.76	695.24	流动资产周转率	2.55	2.22	2.34	2.60	2.56
资产总计	7,443.61	8,713.05	9,071.31	9,827.83	10,563.22	总资产周转率	0.47	0.44	0.48	0.53	0.55
流动负债	2,871.51	4,027.36	3,961.47	3,992.70	3,961.46	偿债能力					
短期借款	2,111.80	2,378.76	2,886.22	2,761.23	2,572.60	资产负债率	50.7%	58.2%	57.7%	57.7%	57.1%
应付款项	642.11	1,211.62	956.56	1,093.26	1,233.19	流动比率	0.47	0.45	0.45	0.52	0.59
非流动负债	902.64	1,042.37	1,274.22	1,674.22	2,074.22	速动比率	0.31	0.33	0.31	0.36	0.41
长期借款	330.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
负债合计	3,774.16	5,069.73	5,235.69	5,666.92	6,035.68	EPS	0.07	0.07	0.13	0.23	0.25
股东权益	3,669.46	3,643.32	3,835.63	4,160.90	4,527.54	每股净资产	2.23	2.21	2.33	2.53	2.75
股本	1,645.89	1,645.89	1,645.89	1,645.89	1,645.89	每股经营现金流	0.51	0.35	(0.02)	0.38	0.43
留存收益	2,023.56	1,997.42	2,189.73	2,515.01	2,881.64	每股经营现金/EPS	7.75	5.23	(0.12)	1.67	1.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	7,443.61	8,713.05	9,071.31	9,827.83	10,563.22	PE	75.04	74.37	38.22	22.10	19.54
现金流量表						PEG	1.87	0.89	0.96	1.68	-
经营活动现金流	846.51	576.09	-26.08	620.50	701.01	PB	2.23	2.25	2.14	1.97	1.81
其中营运资本减少	-323.45	-3,604.82	-332.19	139.84	163.97	EV/EBITDA	18.10	20.42	31.38	19.25	16.86
投资活动现金流	-898.84	-1,090.50	-211.72	-250.68	-282.01	EV/SALES	3.05	2.98	2.62	2.19	1.91
其中资本支出	-776.57	-1,127.51	-211.72	-250.68	-282.01	EV/IC	1.74	1.76	1.65	1.58	1.52
融资活动现金流	-7.11	527.36	371.27	-291.91	-356.33	ROIC/WACC	0.43	0.32	0.56	0.84	0.89
净现金总变化	-59.44	12.95	133.47	77.91	62.67	REP	3.84	4.89	2.68	1.70	1.52

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

杨晖: 清华大学化学学士, 日本京都大学经营管理硕士, 4 年化工行业经验, 2016 年加入长城证券

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>