

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年10月29日

市场数据

目前股价	3.45
总市值(亿元)	66.44
流通市值(亿元)	66.44
总股本(万股)	192,589
流通股本(万股)	192,589
12个月最高/最低	3.91/2.27

分析师

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

✉ wu_xuan_cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

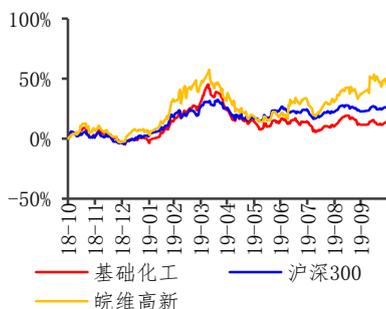
✉ zhangyulong_cgws.com

联系人（研究助理）：苏剑晓

S1070119060059

☎ 0755-83558425

✉ sujianxiao_cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<蒙维试生产抬高成本，影响公司短期业绩>> 2017-05-02

<<四季度费用攀升拖累公司业绩>> 2017-04-12

<<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

三季度报业绩超预期，公司经营质量持续提升

——皖维高新（600063）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4706	5857	6595	7275	7966
YoY(%)	32.8%	24.5%	12.6%	10.3%	9.5%
净利润	85	130	405	485	566
YoY(%)	-22.6%	52.6%	211.5%	19.6%	16.8%
摊薄 EPS	0.04	0.07	0.21	0.25	0.29
P/E(倍)	67.32	44.11	14.16	11.84	10.14

资料来源：长城证券研究所

- 事件：**公司发布 2019 年三季度报；受益于 PVA 产品及建材产品量增价涨，报告期内，公司实现营业收入 48.88 亿元（同比+11.76%）；归属上市公司股东净利润 3.01 亿元（同比+118.09%），扣非后归母净利润 2.64 亿元（同比+171.83%）。其中，公司第三季度单季实现营收 17.96 亿（同比+13.90%），归母净利润 1.25 亿元（同比+149.73%），扣非后归母净利润 1.05 亿元（同比+216.43%）。此外，报告期内公司经营活动现金流量净额 12.72 亿元（同比+59.00%），主要系本期销售商品收到的现金较去年同期增加所致。
- 主营业务毛利率提升明显，公司盈利能力逐步向好。**2019 年 1-9 月，公司主产品综合毛利率 22.13%，同比增加 6.12 pct，其中第三季度单季公司产品毛利率为 22.49%，同比增加 7.78 pct。具体到产品，公司 PVA 产品毛利率 24.54%（同比+5.13 pct）、水泥及熟料毛利率达 46.55%（同比+6.57 pct）、VAE 乳液产品毛利率 29.91%（同比+14.96 pct），上述三种产品营收分别占比总营收的 36.50%、17.20%和 7.62%，累计占比达到 61.32%。公司主要产品毛利率提升主要归因于两方面：1）产品价格提升。报告期内，公司 PVA、水泥和熟料的平均销售价格分别为 10459 元/吨、336.79 元/吨、303.86 元/吨，同比分别提升 6.74%、12.07%、25.93%；2）原材料成本下降。报告期内，公司主要原材料电石、醋酸和醋酸乙烯的采购均价分别为 2941.98 元/吨、2618.23 元/吨和 6220.26 元/吨，同比分别下降 3.87%、35.06%和 9.18%。受益于成本下降及产品价格的稳步提升，公司盈利能力逐步提升。
- 三地联动效应显现，公司经营质量持续提升：**基于谨慎性原则，报告期内，公司累计计提减值准备约 1.46 亿元，主要包括以下两部分：1）信用减值 8031.68 万元。报告期内公司对持有的宝塔石化逾期未兑付的银行承兑汇票单项计提坏账准备 6896.40 万元，对应收账款计提坏账准备 1135.28 万元。2）资产减值损失 6600 万元。公司对本部醋酸甲酸深加工生产线资产组计提固定资产减值准备 5600 万元，对广维化工醋酸乙烯、酒精生产线

资产组计提 1000 万元固定资产减值准备。倘若将上述计提折回，公司前三季度净利润可达 4.47 亿，同比增长率将超 200%。当前公司统筹安徽、内蒙、广西三地工厂生产经营，充分发挥三地联动效应，公司安徽本部大部分产品产销两旺，盈利能力强劲；子公司蒙维科技凭借产品规模大、成本低、质量优的特点，持续为公司增厚业绩；广维化工采用灵活的生产方式，将生物质酒精直接投放市场，利用石油法醋酸乙烯价格较低的市场机会，加大 PVA 生产，获取差异化利润。我们认为，当前公司生产经营情况统筹良好，公司经营质量持续提升。

- **深化布局促发展，光学膜进口替代空间广阔。**公司积极布局新材料领域，目前拥有 500 万平米/年 PVA 光学膜产能和 8000 吨/年 PVB 树脂产能。同时，公司去年下半年还投资 2.53 亿元新建 700 万平方米/年 PVA 光学薄膜项目，该项目 PVA 光学薄膜生产线宽幅达到 3400mm，产品可应用于大尺寸 LCD 偏光片组。当前，国内 PVA 膜市场为日韩企业所垄断，国产化率不足 10%，随着国内 LCD 面板步入密集投产期以及 OLED 市场逐步扩充，公司作为 PVA 光学膜领军企业，产品有望充分受益面板国产化，进口替代空间广阔。
- **投资建议：**皖维高新作为国内 PVA 行业龙头优质企业，在规模、品类和技术上均较同行业公司有较大优势。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.05 亿、4.85 亿和 5.66 亿元，同比增长 211.5%、19.6%和 16.8%，对应 PE 分别为 14.16、11.84 和 10.14 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1.下游需求不及预期；2.光学膜推广进程不及预期等。

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位: 百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4705.71	5857.24	6595.44	7274.68	7966.10	成长能力					
营业成本	3958.84	4888.68	5245.45	5735.17	6265.49	营业收入增长	32.8%	24.5%	12.6%	10.3%	9.5%
营业费用	168.45	189.07	211.05	240.06	262.88	营业成本增长	37.8%	23.5%	7.3%	9.3%	9.2%
管理费用	343.16	195.79	224.24	247.34	270.85	营业利润增长	-2.4%	52.2%	203.3%	19.3%	16.1%
研发费用	0.00	217.03	244.03	269.16	286.78	利润总额增长	-24.5%	50.9%	211.1%	19.4%	16.2%
财务费用	114.30	144.13	124.64	135.28	138.25	净利润增长	-22.6%	52.6%	211.5%	19.6%	16.8%
其他收益	35.65	42.25	45.00	43.62	44.31	获利能力					
投资净收益	20.67	13.76	17.21	15.49	16.35	毛利率(%)	15.9%	16.5%	20.5%	21.2%	21.3%
营业利润	101.80	154.91	469.84	560.33	650.64	销售净利率(%)	1.8%	2.2%	6.1%	6.7%	7.1%
营业外收支	-2.56	-5.14	-3.97	-4.24	-4.27	ROE(%)	1.8%	2.8%	8.1%	8.9%	9.5%
利润总额	99.24	149.77	465.87	556.09	646.36	ROIC(%)	3.2%	4.0%	8.0%	8.8%	9.6%
所得税	13.98	19.63	60.56	71.18	80.15	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.03	0.04	0.06	0.09	销售费用/营业收入	3.6%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%
净利润	85.25	130.10	405.27	484.85	566.12	管理费用/营业收入	7.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
						研发费用/营业收入	0.0%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%
						财务费用/营业收入	2.4%	2.5%	1.9%	1.9%	1.7%
						投资收益/营业利润	20.3%	8.9%	3.7%	2.8%	2.5%
						所得税/利润总额	14.1%	13.1%	13.0%	12.8%	12.4%
						应收账款周转率	5.23	4.60	0.00	0.00	0.00
						存货周转率	6.72	6.81	7.20	7.40	7.50
						流动资产周转率	2.29	2.15	2.01	2.02	2.01
						总资产周转率	0.54	0.65	0.69	0.71	0.74
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.6%	49.6%	49.3%	48.3%	46.2%
						流动比率	0.75	0.92	0.88	0.90	0.94
						速动比率	0.43	0.66	0.63	0.65	0.69
						每股指标 (元)					
						EPS	0.04	0.07	0.21	0.25	0.29
						每股净资产	2.50	2.39	2.58	2.82	3.10
						每股经营现金流	-0.42	0.74	0.49	0.52	0.62
						每股经营现金/EPS	-9.44	10.95	2.33	2.05	2.10
						估值比率					
						P/E	67.32	44.11	14.16	11.84	10.14
						PEG	-2.98	7.34	0.26	0.15	0.16
						P/B	1.19	1.25	1.16	1.06	0.96
						EV/EBITDA	12.80	10.61	7.70	6.60	5.65
						EV/SALES	1.83	1.28	1.15	1.04	0.91
						EV/IC	1.08	1.06	0.98	0.91	0.83
						ROIC/WACC	0.37	0.46	0.92	1.00	1.07
						REP	2.90	2.30	1.07	0.91	0.77

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2276.67	3168.99	3403.47	3790.95	4152.18
货币资金	263.94	698.83	911.88	1039.31	1255.19
应收票据及应收账款合计	992.89	1556.09	1485.74	1666.62	1765.79
其他应收款	4.74	7.02	5.54	9.78	7.93
存货	687.97	748.44	708.63	841.42	829.38
非流动资产	6585.05	6001.98	6425.16	6738.09	6974.45
固定资产	4738.52	4717.11	5057.70	5313.59	5527.57
资产总计	8861.72	9170.97	9828.63	10529.04	11126.62
流动负债	3022.32	3453.93	3863.02	4223.57	4421.61
短期借款	1976.15	1365.00	1700.00	1900.00	2000.00
应付账款	512.01	1705.13	1709.23	1859.32	1919.87
非流动负债	1015.28	1094.37	985.78	860.00	717.40
长期借款	600.00	750.00	641.41	515.63	373.03
负债合计	4037.60	4548.30	4848.80	5083.56	5139.01
股东权益	4824.12	4622.67	4979.83	5445.48	5987.62
股本	1925.89	1925.89	1925.89	1925.89	1925.89
留存收益	494.15	595.37	960.14	1396.56	1906.15
少数股东权益	0.00	15.03	15.07	15.13	15.22
负债和股东权益	8861.72	9170.97	9828.63	10529.04	11126.62

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-497.86	1357.73	945.80	995.20	1190.99
其中营运资本减少	-1380.88	772.99	-5.91	-108.14	-53.91
投资活动现金流	-377.05	-281.22	-846.72	-796.08	-776.79
资本支出	419.67	312.24	431.00	332.93	256.35
筹资活动现金流	819.91	-956.65	113.97	-71.68	-198.32
现金净增加额	-56.80	120.85	213.05	127.43	215.88

研究员承诺

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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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, lishuanghong@cgws.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄秋瑾：0755-83515203, huangqiuyu@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟曦：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
秦韵然：-, qinyunran@cgws.com
褚颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com
王旻：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
陈钟山：021-31829712, chenzs@cgws.com
周申力：021-31829708, zhoushenli@cgws.com
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@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