

皖维高新 (600063) \ 化工

——PVA 行业格局改善，蒙维项目有望增厚公司盈利

投资建议：**谨慎推荐**
 首次覆盖

当前价格：**4.65 元**

目标价格：**元**

投资要点：

国内PVA绝对龙头，产业链一体化优势明显

公司是国内最大的PVA系列产品生产商，多年来专注于PVA及相关产品的开发、生产和销售，具备明显的产业链一体化优势。目前公司已形成年产25万吨PVA及4万吨高强高模PVA的生产能力，两者均位居全国第一，其中PVA的产销量国内市占率30%以上；高强高模PVA纤维产销量国内市占率为75%，国际市占率为45%左右。

落后产能逐步退出，竞争格局有望逐步改善

目前PVA行业国内和国际上均为寡头竞争局面，关停产能开工复产成本较高，高成本厂商复产意愿不强。在PVA行业经历多年低迷的背景下（目前中国PVA统计产能达到135.1万吨，按照2015年69.7万吨的产量计算，开工率不足52%），实际有效产能已经大幅降低，随着行业集中度上升，公司作为国内PVA行业龙头议价能力加强，PVA价格有望逐步企稳回升（目前PVA价格较年初低位已上涨20%左右）。

募投项目临近投产，有望增厚公司盈利

公司内蒙项目10万吨特种PVA项目已开始试车，60万吨废渣循环利用项目即将试车。根据测算，蒙维PVA综合成本比公司巢湖本部成本低2000元左右，新产能的投放将进一步提升公司业绩。此外，公司蒙维富余的部分低成本醋酸乙烯产能，可以运往广维工厂继续加工成VAE或PVA，有望帮助广维工厂减亏。

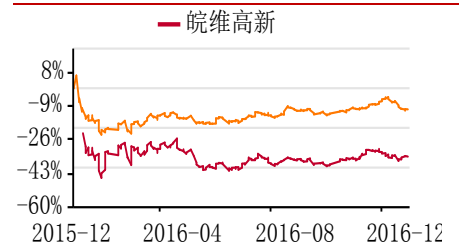
盈利预测及估值。预计2016年至2018年公司EPS分别为0.1、0.13、0.17元，对应最新股价PE分别为47、36、27倍。考虑到国内高端PVA技术仍然偏弱，公司高端pva盈利能力存在不确定性，同时蒙维项目的盈利状况仍需时间验证，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

风险提示。下游应用拓展增速不达预期；落后产能清退不达预期；原材料价格波动幅度过大

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,646/1,520
流通A股市值（百万元）	7,069
每股净资产（元）	2.27
资产负债率（%）	55.87
一年内最高/最低（元）	7.48/3.85

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

吴程浩

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glcs.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4,126.09	3,484.64	3,637.97	3,910.82	4,262.79
增长率（%）	15.48%	-15.55%	4.40%	7.50%	9.00%
EBITDA（百万元）	716.53	626.09	798.13	860.28	929.67
净利润（百万元）	179.82	109.23	162.04	215.39	287.48
增长率（%）	785.88%	-39.25%	48.34%	32.92%	33.47%
EPS（元/股）	0.11	0.07	0.10	0.13	0.17
市盈率（P/E）	42.65	70.22	47.33	35.61	26.68
市净率（P/B）	2.08	2.09	2.00	1.90	1.77
EV/EBITDA	9.55	14.30	15.00	13.11	12.08

数据来源：公司公告，国联证券研究所

1. 国内产品最齐全、技术最先进的 PVA 生产商

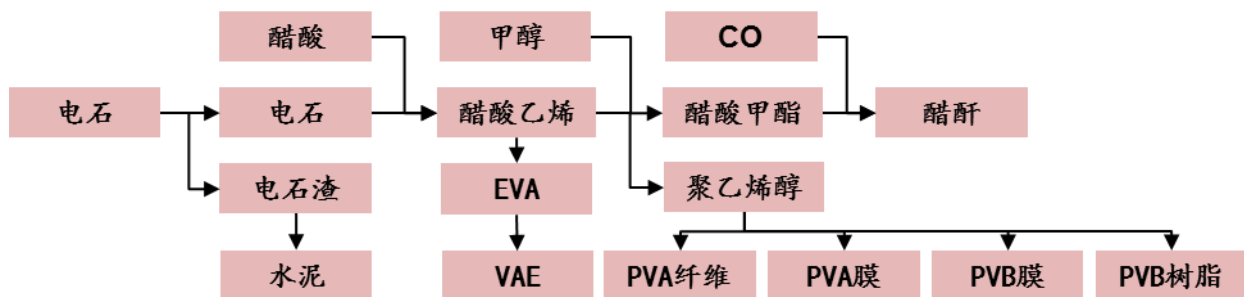
1.1. 皖维高新概况

皖维高新是国家“四五”期间投资建设的大型化工、化纤企业，主要从事醋酸乙烯、聚乙烯醇（PVA）、高强高模 PVA 纤维、聚酯切片等产品的开发、生产和销售。公司是国内 PVA 品种最为齐全的生产企业，PVA 和高强 PVA 纤维产能均居世界第一，目前公司具有 25 万吨 PVA 和 4 万吨高强高模 PVA 纤维生产能力，前者产销量国内市场占有率达 30% 以上；而高强高模 PVA 纤维产销量占国内总量的 75%，国际市场占有率约 45%。

1.2. 公司经营情况分析

公司主营基本围绕着电石-乙炔-醋酸乙烯-聚乙烯醇 PVA 产业链展开，除 25 万吨 PVA（安徽皖维、蒙维科技）及 4 万吨高强高模 PVA 纤维外，还包含 300 万吨水泥熟料、6 万吨差别化聚酯切片、6 万吨 VAE、2 万吨可再分散性胶粉、5 万吨醋酐、500 万平米 PVA 光学薄膜、5000 吨 PVB 树脂、1.5 万吨聚醋酸乙烯乳胶（白乳胶）、20 万立方加气混凝土砌块、4.5 亿千瓦时余热发电的产能。

图表 1：公司主营产业链构成

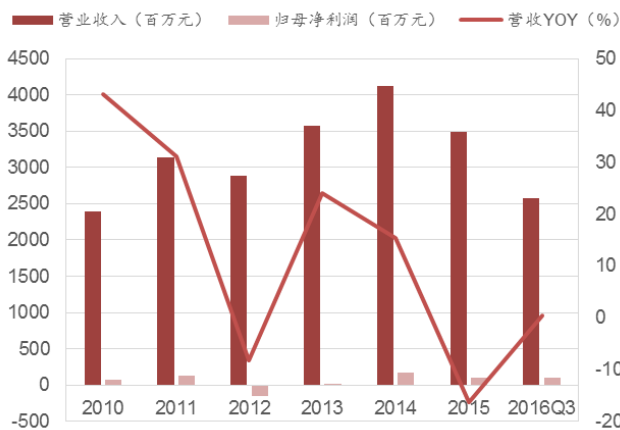


来源：国联证券研究所

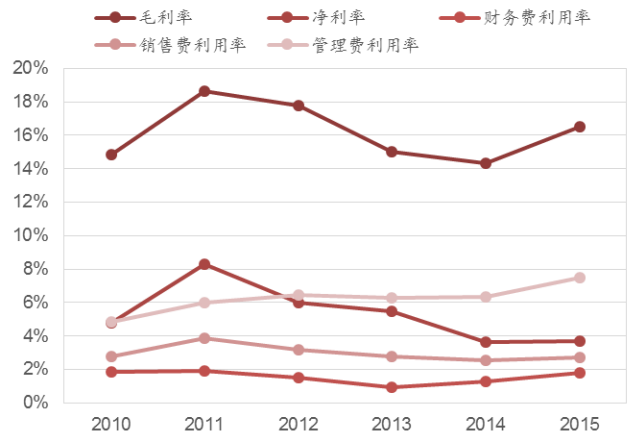
前三季度实现营收 25.8 亿元，同比增长 0.39%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 42.09%。报告期公司经营稳定，利润增厚主要来自投资收益、政府补贴和技术输出。从主营业务收入的构成来看，聚乙烯醇占比最大，2016 年上半年占比为 32.5%，与 2013 年的 43% 相比，占比有所下降，主要原因为公司近几年不断拓展聚乙烯醇的下游应用，向高附加值产品发展。

图表 2：公司历年盈利情况

图表 3：公司毛利率及其他各项指标情况

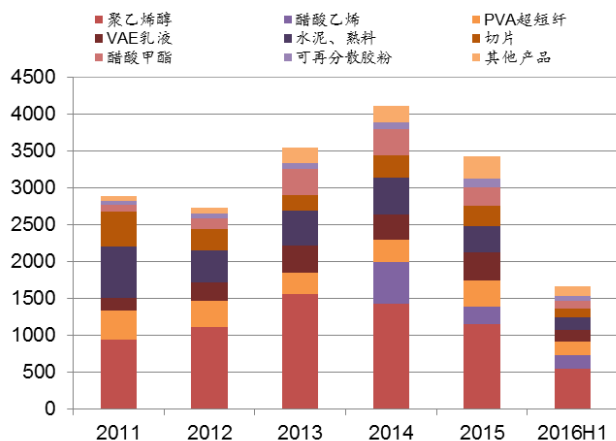


来源：国联证券研究所



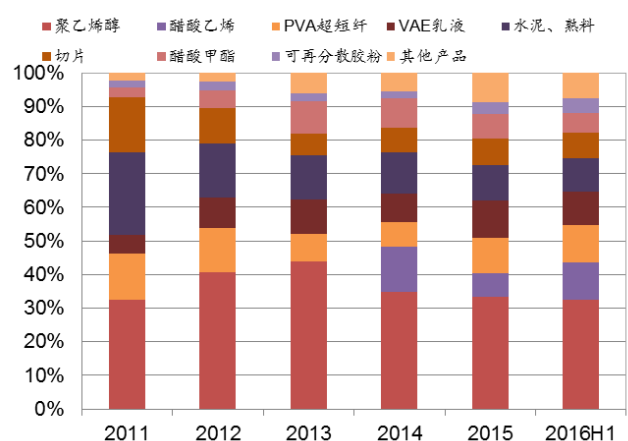
来源：国联证券研究所

图表 4：主营业务收入（百万元）



来源：wind；国联证券研究所

图表 5：主营业务毛利构成（%）

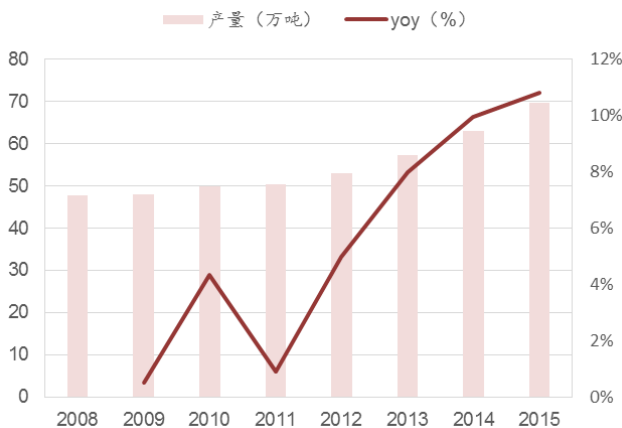


来源：wind；国联证券研究所

2. 落后产能逐步退出，竞争格局有望逐步改善

目前，东中部地区 PVA 生产企业面临资源紧缺、能源价格居高不下、设备老化、亏损严重等诸多问题，部分企业选择退出和停产，不少在产企业开工率较低，落后产能逐步退出。而新进入 PVA 行业的西部民营企业，由于规模有限，技术积累不足，产品附加值相对较低等原因，仍主要生产普通 PVA 产品，尚不具备全面改善和提升行业格局的能力。在落后产能逐步退出而新进企业产能和技术水平有限的情况下，PVA 行业有效供给下降明显。目前中国 PVA 统计产能达到 135.1 万吨(产业信息网)，按照 2015 年 69.7 万吨的产量计算，开工率不足 52%。由于 PVA 行业国内和国际上均为寡头竞争局面，关停产能开工复产成本较高，高成本厂商复产意愿不强。在 PVA 行业经历多年低迷的背景下，实际有效产能已经大幅降低，随着行业集中度上升，龙头议价能力加强，PVA 价格有望逐步企稳回升。

图表 6: 国内 PVA 历年产量及增速情况



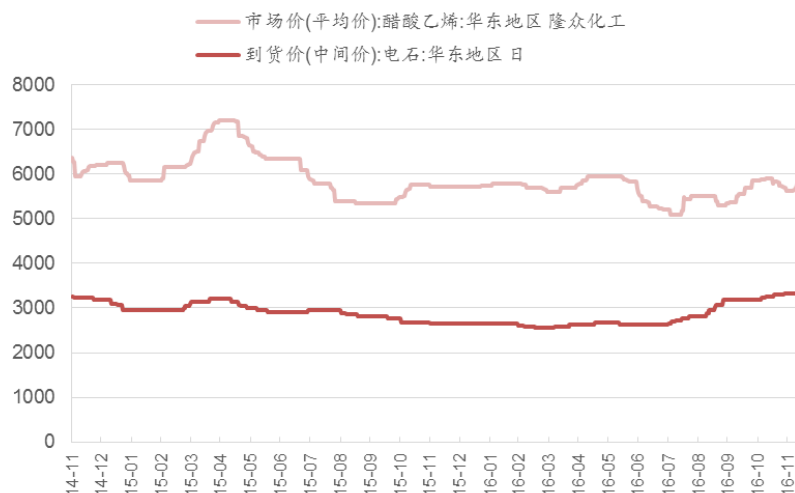
来源: wind; 国联证券研究所

图表 7: PVA 价格出现反转迹象



来源: wind; 国联证券研究所

图表 8: 电石及醋酸乙烯价格出现反弹



来源: 国联证券研究所

今年以来, 公司原材料电石受煤炭价格影响, 已累计上涨 700 元/吨左右, 涨幅达 26%, 从目前煤炭的供需情况来看, 仍处于紧平衡状态, 预计未来煤价仍将处于目前合理位置, 电石价格亦将以稳为主。原材料价格的合理上涨带动了公司 PVA 产品的向上调整, 据数据显示, 目前公司 PVA 出厂价格在 10300 元/吨附近, 较年初低位已上涨超 20%。由于 PVA 下游应用广泛, 需求旺盛, 外加落后产能的不断出清, 预计未来 PVA 行业整体供需将维持平衡, PVA 行业反转可期。

3. 募投项目临近投产, 有望增厚公司盈利

3.1. 普通 PVA 需求稳定, 特种 PVA 下游需求发展迅速、国内供给不足

目前国内市场上的主流产品是中等聚合度、高醇解度的普通 PVA 产品，占总需求的 80%，低醇解度和高粘度的特种 PVA 产品约占 20%。目前特种 PVA 下游发展十分迅速，涵盖了 PVB 和 PVB 膜、PVA 光学膜、高强高模 PVA 纤维、水性 PVA 纤维、涂料与粘合剂、纸张增强剂、产业聚合助剂等应用。但国内特种 PVA 产能仍严重不足，有效供给短缺，需要大量进口。

3.2. 国内 PVA 行业分化严重，高端特种产品进口替代趋势明显

目前我国 PVA 行业产品结构十分不合理，高端特种产品供不应求，低端普通产品则陷入激烈的同质化竞争。公司作为国内目前 PVA 行业的龙头，2015 年公司收购了控股股东皖维集团从事 PVB 树脂和 PVA 薄膜研发、生产与销售的安徽皖维膜材料有限公司 100% 股权，公司的产业链已向目前 PVA 行业最高端的汽车用安全玻璃、液晶显示器等应用领域逐步延伸，随着蒙维项目的投产，未来高端产品进口替代趋势明显。（PVA 下游应用中高附加值应用主要包括高强高模 PVA 纤维、PVB 膜和 PVA 光学膜等）

3.3. 募投项目获证监会批复，目前已临近投产

公司内蒙项目 10 万吨特种 PVA 项目已开始试车，60 万吨废渣循环利用项目即将试车。根据测算，蒙维 PVA 综合成本比公司巢湖本部成本低 2000 元左右，新产能的投放将进一步提升公司业绩。此外，公司蒙维富余的部分低成本醋酸乙烯产能，可以运往广维工厂继续加工成 VAE 或 PVA，有望帮助广维工厂减亏。

4. 盈利预测及估值

预计 2016 年至 2018 年公司 EPS 分别为 0.1、0.13、0.17 元，对应最新股价 PE 分别为 47、36、27 倍。考虑到国内高端 PVA 技术仍然偏弱，公司高端 pva 盈利能力存在不确定性，同时蒙维项目的盈利状况仍需时间验证，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

下游应用拓展增速不达预期；落后产能清退不达预期；原材料价格波动幅度过大

图表 9: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	-1.53	-13.21	3,274.17	3,519.7	3,836.5	营业收入	4,126.09	3,484.6	3,637.9	3,910.8	4,262.7
应收账款+票据	546.95	521.69	631.07	608.15	742.60	营业成本	3,359.83	2,826.6	2,931.4	3,111.44	3,354.3
预付账款	57.31	65.37	47.31	72.29	56.65	营业税金及附加	10.25	13.98	11.83	12.72	13.86
存货	419.36	462.24	438.79	517.56	513.46	营业费用	105.95	100.79	99.28	106.73	116.33
其他	12.41	2.07	2.07	2.07	2.07	管理费用	328.50	317.22	296.31	318.53	347.20
流动资产合计	1,069.2	1,098.4	4,453.67	4,780.0	5,211.5	财务费用	160.23	122.70	134.27	127.12	102.87
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	资产减值损失	1.64	12.37	0.65	0.65	0.65
固定资产	3,547.0	3,545.2	3,775.98	3,331.3	2,886.6	公允价值变动收	8.11	-17.80	0.00	0.00	0.00
在建工程	148.94	675.33	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	223.27	334.90	333.55	324.47	315.39	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,976.2	1,503.9	1,494.09	1,491.9	1,489.8	营业利润	167.82	73.14	164.16	233.62	327.49
非流动资产合计	5,895.6	6,059.5	5,603.71	5,147.8	4,691.9	营业外净收益	69.06	64.78	46.82	46.82	46.82
资产总计	6,964.8	7,158.0	10,057.3	9,927.9	9,903.5	利润总额	236.88	137.92	210.98	280.44	374.31
短期借款	1,536.3	2,111.80	5,116.84	4,395.6	4,314.4	所得税	52.86	28.69	31.65	42.07	56.15
应付账款+票据	370.11	642.11	392.84	705.65	478.61	净利润	184.02	109.23	179.33	238.37	318.16
其他	1,083.8	104.64	68.91	109.45	75.11	少数股东损益	4.20	0.00	17.29	22.99	30.68
流动负债合计	2,990.3	2,858.5	5,578.59	5,210.7	4,868.2	归属于母公司净	179.82	109.23	162.04	215.39	287.48
长期带息负债	285.00	630.00	630.00	630.00	630.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	285.01	630.00	630.00	630.00	630.00	营业收入	15.48%	-15.55%	4.40%	7.50%	9.00%
负债合计	3,275.3	3,488.5	6,208.59	5,840.7	5,498.2	EBIT	111.90%	-31.64%	28.52%	18.12%	17.13%
少数股东权益	0.00	0.00	17.29	40.28	70.97	EBITDA	38.56%	-12.62%	27.48%	7.79%	8.07%
股本	1,497.8	1,645.8	1,645.89	1,645.8	1,645.8	归属于母公司净	-112.99	-39.25%	48.34%	32.92%	33.47%
资本公积	403.27	598.81	598.81	598.81	598.81	获利能力					
留存收益	1,788.3	1,424.7	1,586.79	1,802.1	2,089.6	毛利率	18.57%	18.88%	19.42%	20.44%	21.31%
股东权益合计	3,689.5	3,669.4	3,848.79	4,087.1	4,405.3	净利率	4.46%	3.13%	4.93%	6.10%	7.46%
负债和股东权益总	6,964.8	7,158.0	10,057.3	9,927.9	9,903.5	ROE	4.87%	2.98%	4.23%	5.32%	6.63%
						ROIC	5.88%	5.92%	5.08%	3.74%	4.75%
						偿债能力					
						资产负债率	47.03%	48.74%	61.73%	58.83%	55.52%
						流动比率	0.36	0.38	0.80	0.92	1.07
						速动比率	0.21	0.22	0.72	0.82	0.96
						营运能力					
						应收账款周转率	7.59	6.75	5.81	6.49	5.78
						存货周转率	8.01	6.12	6.68	6.01	6.53
						总资产周转率	0.59	0.49	0.36	0.39	0.43
						每股指标(元)					
						每股收益	0.11	0.07	0.10	0.13	0.17
						每股经营现金流	0.50	0.51	0.23	0.64	0.28
						每股净资产	2.24	2.23	2.33	2.46	2.63
						估值比率					
						市盈率	42.65	70.22	47.33	35.61	26.68
						市净率	2.08	2.09	2.00	1.90	1.77
						EV/EBITDA	9.55	14.30	15.00	13.11	12.08
						EV/EBIT	17.54	33.55	34.92	27.84	23.66

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

