

日期: 2017年04月13日

行业: 基础化工



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

基本数据 (截止 2017 年 4 月 12 日)

报告日股价 (元)	4.98
12mth A 股价格区间 (元)	4.16/5.33
总股本 (百万股)	1646
无限售 A 股/总股本	92.34%
流通市值 (亿元)	76.46
每股净资产 (元)	2.21

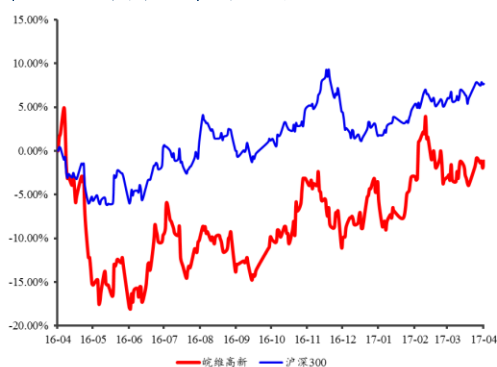
主要股东 (2016Q3)

安徽皖维集团有限责任公司	35.97%
中国工商银行股份有限公司-金鹰稳健成长混合型证券投资基金	1.14%
交通银行股份有限公司-汇丰晋信双核策略混合型证券投资基金	0.63%

收入结构 (2016A)

聚乙烯醇	32.52%
水泥熟料	11.56%
PVA 超短纤	10.6%

最近 12 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX17-WWGX01

首次报告日期: 2016 年 10 月 28 日

相关报告:

2016/10/28 皖维高新 (600063) 三季报点评: 投资收益锐减难撼“全产业链一体化+高技术水平”优势

四季度业绩低于预期, 新产能投放提供增量

■ 公司动态事项

皖维高新公告称, 2016 年公司实现营业收入 35.43 亿元, 同比增长 1.69%; 归属于母公司股东净利润 1.10 亿元, 同比增长 0.89%; 扣非后归属于母公司股东净利润 9589.7 万元, 同比增长 26.35%。其中四季度实现营业收入 9.63 亿元, 同比增长 5.35%; 归属于母公司股东净利润 988.4 万, 同比降低 74.42%; 扣非后归属于母公司股东净利润 2087.6 万元, 同比增长 81.37%。

■ 公司点评

原材料涨价减少毛利, 最差时期已过去

2016 年原煤、大宗化工品在后半年中出现了价格上涨的趋势, 生产成本不断上升, 而对 2015 年大幅亏损的 PVA 行业而言, 涨价的滞后性必然存在。因此, 公司在 2016 年全年的 PVA 产品均价仍然比 2015 年下降了 13.08%, 受此影响, PVA 及其原材料的营业收入为 25.86 亿元, 同比下降 1.88%。而 PVA 及其原材料的总成本则是达到了 22.12 亿元, 同比上升 2.52%, 导致毛利率仅为 14.48%, 同比降低 3.67 个百分点。但我们认为公司及行业的最坏时期已经过去, 价格传导的滞后性导致公司业绩难以在 2016 年充分体现, 之前受原材料涨价带动的价格上涨也已经得到下游的广泛认可, 并且在年后再度提升 200 元/吨, 淘汰落后产能及部分产能难以继续开工使得市场供需关系回暖, 这也是在原材料价格支撑已经弱化的情况下仍然能够保持甚至提高价格的原因。我们继续坚定看好 PVA 行业反转, 作为行业龙头, 公司业绩将大幅受益。按公司生产销售计划, PVA 均价每提升 1000 元/吨, 将增厚公司利润 2 亿元 (税前)。

蒙维募投项目投产, 变废为宝“增量 1+1>2”

蒙维募投 10 万吨特种 PVA 及 60 万吨工业废渣循环利用项目已经在 2016 年建成, 并于 11 月底开始试运营, 新增产能达产后将增加 10 万吨特种 PVA 产能和 100 万吨水泥熟料产能, 目前已经初步完成调试工作, 有望在二季度实现达产达标。公司计划蒙维全年产出 PVA 17 万吨 (10+7), 水泥熟料 70 万吨 (销售 38.8 万吨), 成品水泥 40 万吨。预期水泥受基建提振及所处区域影响, 蒙维水泥售价将高于本部水泥价格, 按计划估算将增加营业收入 1.57 亿元。同时蒙维配套 25 万吨醋酸乙烯产能及部分电石产能, 预期电石产能全部达产后将使公司外购缺口缩小至 5 万吨, 目前外购电石仍然有 28.2 万吨, 原材料自供度高将有助于平抑上游价格波动带来的影响, 也能够有助于控制成本。

三费增加、投资收益减少拖累业绩

尽管公司营业收入微增, 但归属于母公司股东净利润增速仍然低于营收增速, 而扣非后的归属于母公司股东净利润增速达到 26.35%。四季度的数据更加明显, 归属于母公司股东净利润仅为 988.4 万元, 缩水 74.42%, 但扣非后利润则同比增加了 936.6 万元。从三费情况来看, 管理费用尽管将计提的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等调整至税金及附加科目, 但其数额仍然高于去年, 工资性支出及技术开发费用都增加了 2000 万左右, 并且受广维停工影响, 停工损失也增加了近 3000 万元。2016 年三费及营业税金等总支出约为 5.75 亿元, 增长 2000 万。投资收益方面, 公司 2016 年仅有 479 万元, 同比减少 2925 万元。两项叠加减少税前利润近 5000 万。

2016/12/09 皖维高新（600063）动态点评：
非公开发行股票获批，募投项目值得期待

■ 投资建议

基于对 PVA 行业有效产能开工率超预期的判断，我们继续坚定看好行业复苏。PVA 涨价得到逐步得到认可，叠加蒙维新产能投放，预期公司将在 2017 年业绩大幅好转，而新产能投放对市场带来的冲击影响，我们认为不会太大，特种 PVA 属于差异化产品，并且在短期内没有新增产能进入市场及今年释放产能时间节点安排在二季度的情况下，市场能够较好消化约 7 万吨的增量。我们维持对公司业绩的预测，预计公司 2017、2018 和 2019 年营业收入分别为 44.84 亿元、52.75 亿元和 56.62 亿元，增速分别为 26.54%、17.64% 和 7.34%；归属于母公司股东净利润 1.94 亿元、2.24 亿元和 2.45 亿元，增速分别为 76.28%、16.04% 和 8.80%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.12、0.14 和 0.15 元，对应 PE 为 42.2、36.4 和 33.4 倍，未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 风险提示

主要产品及原材料价格波动；国内外新增产能投产加速；新产能生产情况不及预期；下游市场拓展不及预期。

■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,543.44	4483.86	5275.02	5662.05
年增长率	1.69%	26.54%	17.64%	7.34%
归属于母公司的净利润	110.21	194.27	225.44	245.27
年增长率	0.90%	76.28%	16.04%	8.80%
每股收益（元）	0.07	0.12	0.14	0.15
PE（X）	74.4	42.2	36.4	33.4

数据来源：Wind 上海证券研究所

注：有关指标按当年股本摊薄

1. 其他年报披露数据

据公司年报披露原煤采购 87.7 万吨，成本上涨 3657.89 万元；电石采购 28.2 万吨，成本降低 555.66 万元；醋酸采购 13.9 万吨，成本下降 3706.51 万元，电力采购 5.05 亿度，成本下降 1061.82 万元。

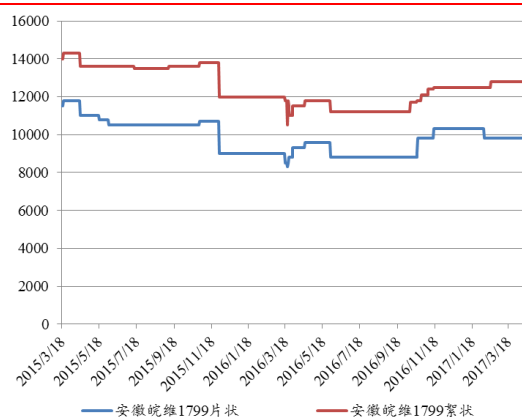
据公司年报披露，2016 年聚乙烯醇销售均价（不含税）为 7797.82 元/吨，较上年下降 13.08%；聚乙烯醇纤维（含水溶纤维）平均价格(不含税)为 13859.09 元/吨，较上年下降 4.79%；水泥平均价格（不含税）为 181.70 元/吨，较上年上涨 8.02%；熟料平均价格（不含税）为 156.57 元/吨，较上年上涨 6.35%。

2. 公司募投项目预案

公司定增预案中披露，10 万吨特种 PVC 项目预计达产后年均营业收入 19.56 亿元，平均净利润 2.7 亿元（包括 PVC、醋酸甲酯、乙醛、醋酸乙烯）；60 万吨工业废渣循环利用项目预计达产后年均营业收入 3.69 亿元，平均净利润 5114.11 万元。

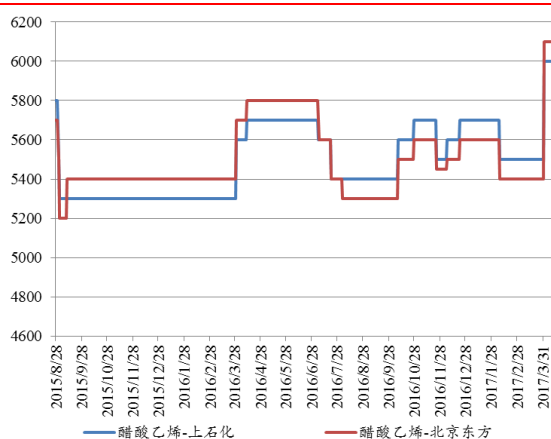
3. 部分主营产品及原材料价格示意图

图 1 PVA 产品价格走势（元/吨）



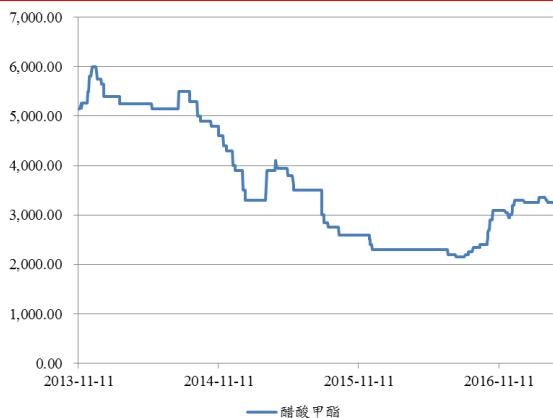
数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 2 醋酸乙烯价格走势（元/吨）



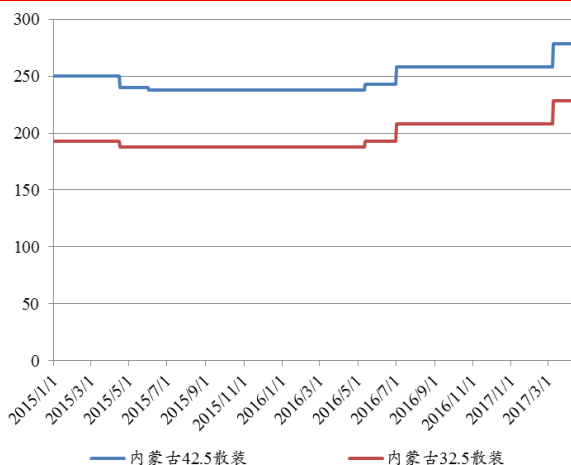
数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 3 醋酸甲酯价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

图 4 水泥价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	3,543.44	4483.86	5275.02	5662.05
二、营业总成本	3,452.56	4293.58	5049.22	5413.47
营业成本	2,872.04	3602.05	4241.92	4547.34
营业税金及附加	25.26	31.39	36.93	39.63
销售费用	119.79	139.00	158.25	164.20
管理费用	357.64	417.00	485.30	520.91
财务费用	72.12	98.64	121.33	135.89
资产减值损失	5.70	5.50	5.50	5.50
三、其他经营收益	13.42	14.00	14.00	14.00
公允价值变动净收益	8.63	8.00	8.00	8.00
投资净收益	4.79	6.00	6.00	6.00
汇兑净收益				
四、营业利润	104.30	204.28	239.80	262.58
加: 营业外收入	33.30	33.00	33.00	33.00
减: 营业外支出	6.14	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	131.45	231.28	266.80	289.58
减: 所得税	21.25	37.00	41.35	44.31
加: 未确认的投资损失				
六、净利润	110.21	194.27	225.44	245.27
减: 少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	110.21	194.27	225.44	245.27
七、摊薄每股收益 (元)	0.07	0.12	0.14	0.15

数据来源: Wind 上海证券研究所

注: 有关指标按当年股本摊薄

分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。