

皖维高新 (600063) \化工

——可乐丽美国工厂发生不可抗力，利好国内聚乙烯醇出口

事件：

据美媒报道，当地时间5月19日，可乐丽（美国）位于得克萨斯州东南部的树脂工厂因管道气体泄漏发生爆炸，目前已造成至少22名工人受伤。该工厂是目前美国最大的聚乙烯醇工厂，年生产能力约6万吨，约占美国近三分之一的产能，主要供应美国本土市场。

投资要点：

➤ 美国聚乙烯醇供给或将大幅下降，利好国内聚乙烯醇出口

聚乙烯醇是由醋酸乙烯经聚合醇解而制成的水溶性高分子聚合物，在建筑、印刷、纺织、食品等行业具有广泛应用，全球消费增速保持在4%~5%水平。截止2016年底，全球共具备聚乙烯醇有效产能约188万吨（近年无明显新增产能），其中美国约占全球的9~10%，我们预计此次可乐丽美国工厂气体泄漏事故或将同样对聚乙烯醇装置进行集中检修，直接导致美国本土聚乙烯醇供给大幅下滑且持续相当长时间，未来需要通过大量进口满足美国国内市场的消费。此次事件或将刺激国内聚乙烯醇产品出口需求，中国是目前全球最大的聚乙烯醇生产国，有效产能约占全球总量一半以上，具备较强的产品出口基础，2017年我国聚乙烯醇净出口9.2万吨（2012年~2017年年均净出口复合增速达15%），预计未来出口需求的扩大将对国内聚乙烯醇价格起到明显提振效果。

➤ 公司拥有全球最大的聚乙烯醇产能，弹性空间大

公司是目前全球最大的聚乙烯醇生产企业，多年来专注于PVA及相关产品的开发、生产和销售，建立起电石-醋酸乙烯-PVA的全产业链模式，目前合计拥有产能35万吨（安徽本部10万吨；蒙维20万吨；广维5万吨），其中蒙维倚靠内蒙地区丰富而又便宜的煤炭、电石等原料资源，具备显著的综合成本优势。2017年公司聚乙烯醇共销售19.3万吨，同比增30.7%，随着蒙维二期项目产能进一步的投产释放，预计销量仍有较大上涨空间。此

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,543.44	4,705.71	5,154.62	5,583.47	6,025.34
增长率（%）	1.69%	32.80%	9.54%	8.32%	7.91%
EBITDA（百万元）	554.69	579.12	956.45	1,013.72	1,052.99
净利润（百万元）	110.21	85.25	244.84	317.13	376.98
增长率（%）	0.89%	-22.64%	187.19%	29.52%	18.88%
EPS（元/股）	0.06	0.04	0.13	0.16	0.20
市盈率（P/E）	54.70	70.71	24.62	19.01	15.99
市净率（P/B）	1.65	1.25	1.19	1.12	1.05
EV/EBITDA	12.46	13.03	7.44	6.29	5.31

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**3.13元**
 目标价格：**元**

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,926/1,926
流通A股市值（百万元）	6,028
每股净资产（元）	2.44
资产负债率（%）	45.95
一年内最高/最低（元）	4.84/2.99

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：maqx@glsc.com.cn

吴程浩研究助理

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glsc.com.cn

相关报告

- 《皖维高新（600063）\化工行业》
《营收及销量大幅增长，业绩受负面因素影响有》
- 《皖维高新（600063）\化工行业》
《蒙维投产顺利，关注后期PVA价格弹性》
- 《皖维高新（600063）\化工行业》
《一季度业绩符合预期，未来受益醋酸乙烯涨价》

次可丽美国装置不可抗力事件将对公司形成实质利好，此外，目前国内聚乙烯醇行业处于不断修复中，行业竞争格局得到明显改善，预计对未来聚乙烯醇价格将提供显著支撑，假设聚乙烯醇价格每上涨 1000 元/吨，公司利润将增厚 1.5 亿元。

➤ **盈利预测及评级**

考虑到目前国内聚乙烯醇行业竞争格局的不断修复以及未来存在的涨价预期，上调公司盈利预测值，预计公司 2018 年~2020 年 EPS 分别 0.13 元、0.16 元、0.2 元，对应 PE 分别为 25X、19X、16X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

原材料价格及汇率波动大；下游需求弱

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	-20.66	-15.38	257.73	279.17	301.27	营业收入	3,543.4	4,705.7	5,154.6	5,583.4	6,025.3
应收账款+票据	811.73	997.62	1,097.3	1,207.1	1,327.8	营业成本	2,872.0	3,958.8	4,168.7	4,487.5	4,835.8
预付账款	82.63	142.72	156.99	172.69	189.96	营业税金及附加	25.26	38.46	41.24	44.67	48.20
存货	490.41	687.97	756.76	832.44	915.68	营业费用	119.79	168.45	180.41	195.42	210.89
其他	113.96	148.86	148.86	148.86	148.86	管理费用	357.64	343.16	412.37	446.68	482.03
流动资产合计	1,520.87	1,997.3	2,453.2	2,675.8	2,919.1	财务费用	72.12	114.30	101.29	73.50	42.34
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	资产减值损失	5.70	29.89	15.99	15.99	15.99
固定资产	3,363.18	4,738.5	4,592.9	4,021.7	3,450.5	公允价值变动收益	8.63	-7.12	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,818.36	425.61	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	324.10	315.56	310.38	301.02	291.66	其他	0.00	0.00	35.00	35.00	35.00
其他非流动资产	1,351.09	1,081.7	1,075.1	1,072.6	1,070.2	营业利润	99.51	45.48	269.60	354.64	425.06
非流动资产合计	6,856.83	6,561.5	5,978.5	5,395.5	4,812.5	营业外净收益	31.95	18.11	18.45	18.45	18.45
资产总计	8,377.71	8,558.8	8,431.8	8,071.3	7,731.7	利润总额	131.45	63.59	288.05	373.09	443.51
短期借款	2,238.76	1,976.1	1,547.8	808.22	23.30	所得税	21.25	3.94	43.21	55.96	66.53
应付账款+票据	1,211.62	512.01	563.21	619.53	681.48	净利润	110.21	59.65	244.84	317.13	376.98
其他	483.95	429.43	434.65	440.39	446.71	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,934.32	2,917.5	2,545.7	1,868.1	1,151.4	归属于母公司净利	110.21	85.25	244.84	317.13	376.98
长期带息负债	800.00	600.00	600.00	600.00	600.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	217.03	217.03	217.03	217.03		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	0.06	0.11	0.11	0.11	0.11	成长能力					
非流动负债合计	800.06	817.14	817.14	817.14	817.14	营业收入	1.69%	32.80%	9.54%	8.32%	7.91%
负债合计	4,734.39	3,734.7	3,362.8	2,685.2	1,968.6	EBIT	-20.48%	-25.34%	145.85	14.70%	8.79%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	-11.40%	4.40%	65.16%	5.99%	3.87%
股本	1,645.89	1,925.8	1,925.8	1,925.8	1,925.8	归属于母公司净利	-39.25%	-22.64%	187.19	29.52%	18.88%
资本公积	598.81	1,599.2	1,599.2	1,599.2	1,599.2	获利能力					
留存收益	1,398.62	1,298.9	1,543.7	1,860.9	2,237.8	毛利率	18.95%	15.87%	19.13%	19.63%	19.74%
股东权益合计	3,643.32	4,824.1	5,068.9	5,386.0	5,763.0	净利率	3.11%	1.27%	4.75%	5.68%	6.26%
负债和股东权益总	8,377.71	8,558.8	8,431.8	8,071.3	7,731.7	ROE	3.02%	1.77%	4.83%	5.89%	6.54%
						ROIC	2.97%	2.77%	4.97%	5.91%	6.93%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	56.51%	43.64%	39.88%	33.27%	25.46%
净利润	102.20	73.91	229.16	301.45	361.30	流动比率	0.39	0.68	0.96	1.43	2.54
折旧摊销	342.51	420.71	567.00	567.00	567.00	速动比率	0.23	0.40	0.61	0.91	1.61
财务费用	68.41	109.89	101.40	73.63	42.48	营运能力					
存货减少	-21.75	-200.57	-68.80	-75.68	-83.24	应收账款周转率	4.39	4.74	4.72	4.65	4.56
营运资金变动	74.67	-926.22	-57.61	-63.38	-69.71	存货周转率	5.86	5.75	5.51	5.39	5.28
其它	1.44	43.91	15.99	15.99	15.99	总资产周转率	0.42	0.55	0.61	0.69	0.78
经营活动现金流	567.49	-478.38	787.14	819.01	833.82	每股指标(元)					
资本支出	1,128.46	419.67	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.06	0.04	0.13	0.16	0.20
长期投资	308.75	166.70	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.29	-0.25	0.41	0.43	0.43
其他	346.71	209.33	15.68	15.68	15.68	每股净资产	1.89	2.50	2.63	2.80	2.99
投资活动现金流	-1,090.5	-377.05	15.68	15.68	15.68	估值比率					
债权融资	-63.05	-285.74	-428.31	-739.62	-784.92	市盈率	54.70	70.71	24.62	19.01	15.99
股权融资	700.00	1,280.9	0.00	0.00	0.00	市净率	1.65	1.25	1.19	1.12	1.05
其他	-109.60	-175.31	-101.40	-73.63	-42.48	EV/EBITDA	12.46	13.03	7.44	6.29	5.31
筹资活动现金流	527.36	819.91	-529.71	-813.25	-827.41	EV/EBIT	32.58	47.62	18.27	14.27	11.50
现金净增加额	4.07	-37.31	273.11	21.44	22.09						

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	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810