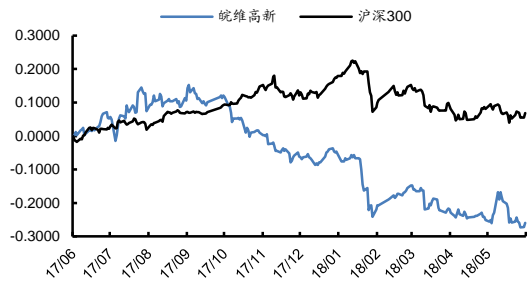


研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
证券分析师：陈博 S0350518010001
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
联系人：谷航 S0350117040024
010-88576933 guh@ghzq.com.cn
联系人：卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

PVA 行业供需改善，公司业绩有望较大增长 ——皖维高新（600063）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
皖维高新	-1.1	-13.1	-25.1
沪深 300	-1.2	-6.5	6.8

市场数据

2018-06-12

当前价格（元）	2.99
52 周价格区间（元）	2.91 - 4.82
总市值（百万）	5758.43
流通市值（百万）	5758.43
总股本（万股）	192589.47
流通股（万股）	192589.47
日均成交额（百万）	43.72
近一月换手（%）	22.28

相关报告

《皖维高新（600063）动态研究：PVA 行业龙头，产品价格上涨业绩弹性大》——2016-12-29

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ 我国聚乙烯醇（PVA）行业产能占全球产能近一半，当前国内环保高压，去产能持续，有效供给减少。目前，我国 PVA 名义产能为 124.6 万吨/年，实际有效产能 81.6 万吨/年，包括皖维高新 35 万吨/年（电石乙炔法）、中石化四川维尼纶 16 万吨/年（天然气乙炔法）、上海石化 4.6 万吨/年（石油乙烯法）、宁夏大地化工 13 万吨/年（电石乙炔法）和内蒙古双欣 13 万吨/年（电石乙炔法），有效产能占全球产能近 50%，从单个企业产能看，皖维高新产能居全球第二，略低于全球龙头日本可乐丽公司 35.8 万吨/年。名义产能中山西三维、湖南湘维、石家庄化纤、长城能化等由于环保、工艺、成本等原因停产。从 PVA 生产工艺看，全球 PVA 生产工艺包括电石乙炔法、天然气乙炔法、石油乙烯法和生物质法，我国电石法工艺有效产能占国内有效产能约 70%，当前布伦特原油价格维持中高位情况下，电石乙炔法成本优势将逐步显现。从产品结构看，我国 PVA 产品以常规产品为主，而附加值较高的高黏度高醇解度，低黏度低醇解度类产品则主要依赖进口，高端牌号具有较大市场潜力。

■ 我国 PVA 表观消费量平稳增长，净出口量逐步扩大。PVA 在纺织、食品、医药、建筑、木材加工、造纸、印刷、农业以及冶金等行业应用广泛，主要用于纤维加工、织物浆料、粘合剂生产、建筑涂料、乳化稳定剂及分散剂可降解薄膜、保护胶体及土壤改良剂、种子和医药包衣剂、无机和电子产品黏合剂、水溶薄膜、化妆品添加剂、暂时保护膜等。在 PVA 需求结构方面，2015 年全球 PVA 消费量约 134 万吨，消费结构为：聚乙烯醇缩丁醛（PVB）约占 15%，粘合剂约占 14%，纺织浆料约占 14%，聚合助剂约占 24%，纸张浆料和涂层约占 10%。我国 PVA 消费量约 65 万吨，消费结构为：聚合助剂约占 38%，织物浆料约占 20%，建筑涂料约占 5%，维纶纤维约占 11%，造纸浆料和涂层约占 8.0%，粘合剂约占 12%。随着汽车、建筑用安全玻璃需求快速上升，以及电子、造纸、医药、精细化工行业的稳步发展，按照我国 PVA 消费量年均增速 6.5% 计算，预计到 2020 年我国 PVA 消费量约 89 万吨。在出口方面，我国 PVA 净出口量从 2013 年 3.73 万吨增长到 2017 年 9.16 万吨。

■ 公司是 PVA 龙头企业，全资子公司蒙维科技达产，PVA 价格提升，

业绩有望较大改善。公司拥有三大生产基地，包括安徽皖维本部、内蒙蒙维科技和广西广维。公司主要以 PVA 及下游产业链产品为主，产品产能为 35 万吨 PVA（蒙维科技 20 万吨、皖维本部 10 万吨、广维 5 万吨）、3.5 万吨高强高模 PVA 纤维、400 万吨水泥熟料、6 万吨差别化聚酯切片、6 万吨 VAE 乳液、2 万吨胶粉、500 万平方米 PVA 膜、7000 吨 PVB 树脂等产品，其中水泥熟料主要是利用公司电石渣副产品加工生产，既解决了电石渣污染，又废物利用产生附加值。公司 2017 年实现营业收入 47.06 亿元，同比增长 32.80%，归母净利润 0.85 亿元，同比下降 22.64%，一方面是原材料大幅上涨导致成本上升，另一方面，下游较多领域由于环保严格停产，对 PVA 需求下降。此外，蒙维试车开工不足以及汇兑损失均造成利润下降。我们认为随着 PVA 供需改善，价格有望逐步提升，根据化工在线数据，PVA2018 年 Q2 以来均价较 Q1 均价提升 3.6%，公司作为 PVA 龙头业绩弹性将增大。

- **公司积极向下游高附加值 PVA 光学膜、偏光片和 PVB 膜领域延伸，未来产品毛利率有望提升。**PVA 光学膜是偏光片的核心材料，而偏光片是液晶显示器的必要部件，但目前 PVA 光学膜关键技术仍掌握在日本可乐丽和合成化学等少数企业手中。目前公司采用自主技术拟与合肥德瑞格光电科技有限公司合资建设 700 万平方米/年偏光片项目，公司持股比例 70%，预计明年初投产，该项目与公司现有 PVA 膜形成配套，产品附加值将进一步提升。PVB 方面，目前公司有 7000 吨/年 PVB 树脂产能，主要供给皖维集团控股的浙江佰盛生产 PVB 膜。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到公司 PVA 产能优势明显，行业供需向好，价格有望回升，业绩弹性增大，以及电石渣副产品综合利用和 PVA、PVB 膜未来投产带来的高毛利率，我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 62.25/67.90/72.04 亿元，归母净利润分别为 3.09/4.01/4.68 亿元，每股收益分别为 0.16/0.21/0.24 元，对应最新收盘价 PE 分别为 18.63/14.37/12.30 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**原料及产品价格大幅波动风险、生产事故风险、新建项目不及预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	4706	6225	6790	7204
增长率(%)	32.8%	32.3%	9.1%	6.1%
净利润（百万元）	85	309	401	468
增长率(%)	-23%	263%	30%	17%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.16	0.21	0.24
ROE(%)	1.77%	6.06%	7.35%	7.98%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 皖维高新盈利预测表

证券代码:	600063.sh				股票价格:	2.99				投资评级:	买入				日期:	2018/6/12				
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标	2017	2018E	2019E	2020E	估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力																				
ROE	2%	6%	7%	8%	EPS	0.04	0.16	0.21	0.24											
毛利率	16%	20%	21%	22%	BVPS	2.50	2.65	2.83	3.05											
期间费率	14%	15%	14%	14%																
销售净利率	2%	5%	6%	6%	P/E	67.54	18.63	14.37	12.30											
成长能力					P/B	1.19	1.13	1.06	0.98											
收入增长率	33%	32%	9%	6%	P/S	1.22	0.93	0.85	0.80											
利润增长率	-23%	263%	30%	17%																
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E											
总资产周转率	0.53	0.67	0.69	0.70	营业收入	4706	6225	6790	7204											
应收账款周转率	4.72	4.84	4.72	4.60	营业成本	3959	4962	5364	5651											
存货周转率	5.75	5.85	5.75	5.58	营业税金及附加	38	50	54	58											
偿债能力					销售费用	168	218	238	252											
资产负债率	46%	45%	44%	43%	管理费用	343	461	502	533											
流动比	0.75	0.80	0.91	0.97	财务费用	114	184	185	185											
速动比	0.53	0.56	0.65	0.70	其他费用/(-收入)	(16)	7	18	18											
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	102	358	465	544											
现金及现金等价物	264	374	634	755	营业外净收支	(3)	4	4	4											
应收款项	998	1286	1439	1567	利润总额	99	362	469	548											
存货净额	688	857	942	1023	所得税费用	14	52	68	79											
其他流动资产	327	374	421	455	净利润	85	309	401	468											
流动资产合计	2277	2805	3350	3715	少数股东损益	0	0	0	0											
固定资产	4739	4549	4450	4394	归属于母公司净利润	85	309	401	468											
在建工程	409	434	404	419	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E											
无形资产及其他	316	336	344	360	经营活动现金流	(498)	591	682	656											
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	85	309	401	468											
资产总计	8862	9257	9782	10221	少数股东权益	0	0	0	0											
短期借款	1976	2076	2126	2226	折旧摊销	420	426	413	405											
应付款项	512	662	716	754	公允价值变动	(7)	(8)	0	0											
预收帐款	52	86	94	100	营运资金变动	(996)	(137)	(132)	(217)											
其他流动负债	482	665	757	740	投资活动现金流	(377)	(273)	(385)	(463)											
流动负债合计	3022	3489	3692	3819	资本支出	12	(262)	(284)	(364)											
长期借款及应付债券	600	610	580	480	长期投资	0	0	0	0											
其他长期负债	415	55	55	55	其他	(389)	(11)	(102)	(98)											
长期负债合计	1015	665	635	535	筹资活动现金流	820	79	(28)	(56)											
负债合计	4038	4154	4327	4354	债务融资	(463)	110	20	0											
股本	1926	1926	1926	1926	权益融资	1281	0	0	0											
股东权益	4824	5102	5455	5867	其它	2	(31)	(48)	(56)											
负债和股东权益总计	8862	9257	9782	10221	现金净增加额	(55)	397	268	137											

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年半券商行研经验。

谷航，北大化学系本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。