

增持

——维持

日期：2018 年 10 月 29 日

行业：基础化工



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070001

基本数据（截止 2018 年 10 月 26 日）

报告日股价（元）	2.40
12mth A 股价格区间（元）	2.20/4.24
总股本（亿股）	19.26
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	46.22
每股净资产（元）	2.40

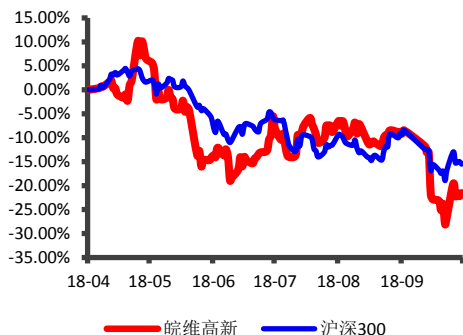
主要股东（2018Q3）

安徽皖维集团有限责任公司	30.74%
--------------	--------

收入结构（2018H1）

聚乙烯醇	33.16%
水泥、熟料	13.93%
醋酸乙烯	8.92%
PVA 超短纤	8.15%
VAE 乳液	7.72%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX18-WWGX02

首次报告日期：2016 年 10 月 28 日

相关报告：

2018/08/10 皖维高新（600063）调研报告：
PVA 行业供需改善，新产线进入收获期

皖维高新（600063）

证券研究报告/公司研究/公司动态

PVA 量价齐升，产业链龙头享受行业复苏红利

■ 公司概况

公司发布 2018 年三季报，2018 年 1-9 月实现营业收入 43.74 亿元，同比增长 27.44%；归属于母公司股东净利润 1.38 亿元，同比增长 24.59%。Q3 季度实现营业收入 15.77 亿元，同比增长 22.90%，归属于母公司股东净利润 5007 万元，同比增加 33.32%。

■ 公司点评

行业供需关系持续优化，PVA 产品价格坚挺

国内的 PVA 生产企业分为传统系、中石化体系和西北部民营系。行业内产能约在 85 万吨左右，实际能开满负荷的产能更低。尤其是 17 年湘维关停，对行业供给收缩更是起到了积极作用。目前库存消化较好，传统下游整合恢复较好，表观消费量将有所提升。此外，出口数据连创新高，17 年出口量达到 13.27 万吨，同比增长 32.3%。因此，PVA 价格在 2018 年呈现稳步提升趋势，其中絮状产品市场价格超过了 13000 元/吨，超过了 16 年底和 17 年初的价格高点，并且在 2018 年 Q3 季度连续出现小幅提价。2018 年 1-9 月，公司 PVA 实现营收 14.16 亿元，同比增长 12.60%，毛利率达到 19.41%，同比提升 4.53 个百分点。

产业链拓展日趋完善，新材料领域有望突破

公司石灰石-电石-醋酸乙烯-PVA 产业链配置齐全，成本控制良好，并且油价中枢提升，使石油法和天然气法成本提升，原材料自供的电石法生产企业更具有竞争力。受上游大宗价格中枢上移影响，中间产品醋酸乙烯价格提升，公司醋酸乙烯外售业务增长迅速，2018 年 1-9 月实现营收 3.82 亿元，同比增长 59.35%，毛利率达到 14.47%，同比增加 5.83 个百分点。公司电石渣处理技术较为成熟，制得的产品水泥熟料具有先天成本优势，并且随着蒙维 60 万吨/工业废渣综合利用循环经济项目转固，不仅能够较好的解决蒙维新产线电石渣残留处理问题，也能大幅提升水泥业务规模。2018 年 1-9 月，公司水泥业务实现营业收入 6.36 亿元，同比增长 52.61%，毛利率达到 39.98%，同比提升 2.53 个百分点，成为公司另一大业绩支撑点。

公司 PVA 下游布局主要在 PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜等领域，拥有 PVA 纤维产能 3.5 万吨/年，PVB 树脂产能 7000 吨/年，PVA 光学膜产能 500 万平米/年。其中，PVB 树脂应用的夹层玻璃领域及 PVA 光学膜应用的偏光片等领域均有较大的市场空间。公司 2018 年 10 月 26 日公告称拟以自筹资金 2.53 亿元投资建设年产 700 万平米聚乙烯醇光学薄膜项目，此举将进一步扩大公司 PVA 光学膜规模，适应

偏光片国产化趋势，为公司拓展新利润增长点。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 52.84 亿、56.25 亿元和 58.48 亿元，增速分别为 12.28%、6.45%和 3.98%；归属于母公司股东净利润分别为 1.86 亿、2.75 亿和 3.17 亿元，增速分别为 118.03%、47.86%和 15.43%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.10、0.14 和 0.17 元，对应 PE 为 24.9、16.8 和 14.6 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

■ 风险提示

出现安全事故及环保问题；新产线运行不畅；下游市场需求减弱；新材料领域拓展不及预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4705.71	5283.74	5624.58	5848.24
年增长率	32.80%	12.28%	6.45%	3.98%
归属于母公司的净利润	85.25	185.85	274.81	317.22
年增长率	-22.64%	118.03%	47.86%	15.43%
每股收益 (元)	0.05	0.10	0.14	0.17
PE (X)	54.5	24.9	16.8	14.6

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	(15)	528	562	585
应收和预付款项	1140	1137	1284	1234
存货	688	598	755	653
其他流动资产	184	184	184	184
长期股权投资	0	50	100	150
投资性房地产	2	2	2	1
固定资产和在建工程	5164	4806	4448	4090
无形资产和开发支出	324	301	277	254
其他非流动资产	1071	1060	1049	1049
资产总计	8559	8667	8662	8200
短期借款	1976	1038	1595	28
应付和预收款项	616	1503	722	1589
长期借款	600	600	600	600
其他负债	543	543	543	543
负债合计	3735	3685	3460	2760
股本	1926	1926	1926	1926
资本公积	1599	1599	1599	1599
留存收益	1299	1457	1677	1915
归属母公司股东权益	4824	4982	5202	5440
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4824	4982	5202	5440
负债和股东权益合计	8559	8667	8662	8200

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	(478)	1655	(338)	1767
投资活动产生现金流量	(377)	(37)	(37)	(34)
融资活动产生现金流量	820	(1075)	409	(1711)
现金流量净额	(37)	544	34	22

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4706	5284	5625	5848
营业成本	3959	4321	4545	4729
营业税金及附加	38	58	59	58
营业费用	168	196	197	199
管理费用	343	386	405	418
财务费用	114	131	115	89
资产减值损失	30	25	25	25
投资收益	21	10	13	16
公允价值变动损益	-7	0	0	0
营业利润	102	213	321	370
营业外收支净额	-3	4	0	0
利润总额	99	217	321	370
所得税	14	31	46	53
净利润	85	186	275	317
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	85	186	275	317

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	16%	18%	19%	19%
EBIT/销售收入	3%	6%	7%	7%
销售净利率	1%	4%	5%	5%
ROE	1%	4%	5%	6%
资产负债率	44%	43%	40%	34%
流动比率	0.68	0.85	1.05	1.37
速动比率	0.40	0.59	0.71	0.95
总资产周转率	0.55	0.61	0.65	0.71
应收账款周转率	4.74	5.14	5.01	5.25
存货周转率	5.75	7.22	6.02	7.24

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

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。