

2019年07月08日

皖维高新 (600063.SH)

2019H1 业绩超预期，PVA 行业回暖

■事件：公司发布 2019 年半年度业绩预增公告，预计实现归母净利润 1.67-1.85 亿元，同比增长 90%-110%，同时计提资产减值准备约 6500 万元。

■2019H1 业绩超预期增长：公司 2019H1 业绩大幅增长主要由于主产品聚乙烯醇 (PVA) 量增价涨，水泥、熟料等建材产品继续保持产销两旺；积极开拓海外市场，聚乙烯醇等产品出口量稳中有升；新材料产品销售收入在公司的收入占比不断提高，效益逐步显现。

■PVA 价格大幅上涨，利润弹性大：据公告，公司是目前国内产能最大的 PVA 系列产品生产商，PVA 产销量和市场占有率均超过国内市场的 30%，公司旗下包括子公司广维化工和蒙维科技，PVA 产能共 31 万吨。据隆众石化，PVA 自 2018 年中开始涨价，2018 年 PVA 均价 10991 元/吨，比 2017 年增长 1200 元 (+12.3%)，2019H1 均价 12203 元/吨，比 2018 年再度增长 1200 元，目前价格升至 12800 元/吨。2019H1 原料电石、醋酸、甲醇价格较 2018 年分别下降 5.1%、36.5%、22.5%，以 1.8 吨醋酸乙烯生产 1 吨 PVA 计算，PVA 价差扩大约 3200 元/吨。以 PVA 年销量 23.5 万吨计算，2019 年的涨价可至少为公司较 2018 年增厚净利润约 1.3 亿元。

■PVA 出口量价齐升，公司作为龙头企业有望摆脱低端竞争：据海关数据，2018 年我国 PVA 出口量 14.6 万吨 (+16.6%)，出口均价 1640 美元/吨 (+8.3%)；2019 年 1-5 月出口量共 6.7 万吨 (+23.2%)，出口均价 1753 美元/吨 (+12.2%)。据公告，公司 PVA 产品已通过美国 FDA 认证，随着国内 PVA 行业多年来的行业洗牌，利好公司这种 PVA 行业龙头企业摆脱低端同质竞争，优势不断增强。

■完善 PVA 产业链，增强下游产品竞争力：公司以 PVA 产品为主线延伸产业链，主要产品包括高强高模 PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学薄膜等。据公告，公司高强高模聚乙烯醇纤维产品产销量位居全国第一，达国内总量的 60%，国际市场占有率为 45% 左右。2018 年 3 月投资德瑞格公司，实现公司 500 万平米 PVA 光学薄膜产业配套；2018 年 10 月决定投资 2.53 亿元新建 700 万平方米 PVA 光学薄膜项目，投产后有望成为新的利润增长点。

■投资建议：预计 2019-2021 年净利润分别为 2.8、3.2、3.6 亿元，对应 PE 19、17、15 倍，首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 3.5 元。

■风险提示：产品价格波动、原料价格波动等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,705.7	5,857.2	7,321.6	8,785.9	10,367.3
净利润	85.3	130.1	283.9	320.2	364.5
每股收益(元)	0.04	0.07	0.15	0.17	0.19
每股净资产(元)	2.50	2.39	2.40	2.47	2.58

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	62.6	41.0	18.8	16.7	14.6
市净率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
净利润率	1.8%	2.2%	3.9%	3.6%	3.5%
净资产收益率	1.8%	2.8%	6.1%	6.7%	7.3%
股息收益率	0.5%	0.9%	1.3%	1.9%	2.1%
ROIC	3.6%	4.2%	7.0%	7.4%	8.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

树脂

投资评级 买入-A

首次评级

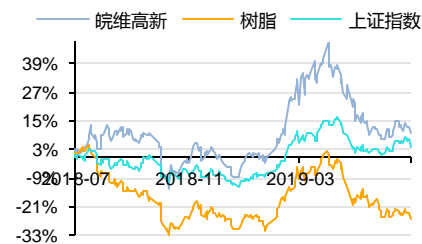
6 个月目标价： 3.5 元

股价 (2019-07-08) 2.77 元

交易数据

总市值(百万元)	5,334.73
流通市值(百万元)	5,334.73
总股本(百万股)	1,925.89
流通股本(百万股)	1,925.89
12 个月价格区间	2.20/3.78 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.52	-15.22	5.03
绝对收益	2.21	-24.86	11.8

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,705.7	5,857.2	7,321.6	8,785.9	10,367.3	成长性					
减:营业成本	3,958.8	4,888.7	5,967.1	7,204.4	8,534.5	营业收入增长率	32.8%	24.5%	25.0%	20.0%	18.0%
营业税费	38.5	52.7	59.3	74.0	88.2	营业利润增长率	-2.4%	52.2%	111.5%	15.1%	13.6%
销售费用	168.4	189.1	270.9	329.5	394.0	净利润增长率	-22.6%	52.6%	118.2%	12.8%	13.8%
管理费用	343.2	195.8	527.2	641.4	777.5	EBITDA 增长率	16.0%	51.8%	-1.6%	7.3%	3.6%
财务费用	114.3	144.1	113.3	113.6	88.9	EBIT 增长率	2.3%	158.3%	-5.4%	11.3%	5.4%
资产减值损失	29.9	66.3	80.0	58.7	68.3	NOPLAT 增长率	25.5%	40.0%	44.2%	11.3%	5.4%
加:公允价值变动收益	-7.1	-12.4	10.6	-3.0	-1.6	投资资本增长率	22.1%	-15.0%	5.6%	-4.5%	-3.7%
投资和汇兑收益	20.7	13.8	13.1	15.8	14.2	净资产增长率	32.4%	-4.2%	0.2%	3.0%	4.5%
营业利润	101.8	154.9	327.6	377.2	428.6	利润率					
加:营业外净收支	-2.6	-5.1	6.5	-0.4	0.3	毛利率	15.9%	16.5%	18.5%	18.0%	17.7%
利润总额	99.2	149.8	334.1	376.8	428.9	营业利润率	2.2%	2.6%	4.5%	4.3%	4.1%
减:所得税	14.0	19.6	50.1	56.5	64.3	净利润率	1.8%	2.2%	3.9%	3.6%	3.5%
净利润	85.3	130.1	283.9	320.2	364.5	EBITDA/营业收入	12.8%	15.6%	12.3%	11.0%	9.6%
						EBIT/营业收入	3.8%	8.0%	6.0%	5.6%	5.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	310	291	224	174	136
						流动营业资本周转天数	39	50	36	44	45
						流动资产周转天数	157	167	161	157	157
						应收帐款周转天数	30	27	31	29	29
						存货周转天数	45	44	45	44	45
						总资产周转天数	672	554	457	395	342
						投资资本周转天数	435	356	269	225	183
						投资回报率					
						ROE	1.8%	2.8%	6.1%	6.7%	7.3%
						ROA	1.0%	1.4%	3.0%	3.2%	3.7%
						ROIC	3.6%	4.2%	7.0%	7.4%	8.2%
						费用率					
						销售费用率	3.6%	3.2%	3.7%	3.8%	3.8%
						管理费用率	7.3%	3.3%	7.2%	7.3%	7.5%
						财务费用率	2.4%	2.5%	1.5%	1.3%	0.9%
						三费/营业收入	13.3%	9.0%	12.4%	12.3%	12.2%
						偿债能力					
						资产负债率	45.6%	49.6%	50.8%	51.6%	49.3%
						负债权益比	83.7%	98.4%	103.4%	106.7%	97.4%
						流动比率	0.75	0.92	0.95	1.02	1.21
						速动比率	0.53	0.70	0.65	0.77	0.83
						利息保障倍数	1.58	3.23	3.89	4.32	5.82
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.03	0.03	0.05	0.06
						分红比率	33.9%	37.0%	23.6%	31.5%	30.7%
						股息收益率	0.5%	0.9%	1.3%	1.9%	2.1%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	85.3	130.1	283.9	320.2	364.5	EPS(元)	0.04	0.07	0.15	0.17	0.19
加:折旧和摊销	420.7	446.5	456.7	472.2	480.0	BVPS(元)	2.50	2.39	2.40	2.47	2.58
资产减值准备	29.9	66.3	-	-	-	PE(X)	62.6	41.0	18.8	16.7	14.6
公允价值变动损失	7.1	12.4	10.6	-3.0	-1.6	PB(X)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
财务费用	109.9	137.7	113.3	113.6	88.9	P/FCF	-4.0	13.1	11.0	25.8	23.2
投资损失	-20.7	-13.8	-13.1	-15.8	-14.2	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	-	0.0	0.0	0.0	0.1	EV/EBITDA	14.4	5.7	7.1	6.2	5.5
营运资金的变动	-1,066.6	578.7	-572.8	-107.6	-282.9	CAGR(%)	55.5%	41.0%	37.1%	55.5%	41.0%
经营活动产生现金流量	-497.9	1,357.7	278.7	779.6	634.7	PEG	1.1	1.0	0.5	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-377.0	-281.2	-506.0	-1.9	65.7	ROIC/WACC	0.4	0.5	0.8	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	819.9	-956.7	114.2	-660.6	-573.9	REP	3.4	2.1	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034