

2019年10月08日

皖维高新 (600063.SH)

PVA 量增价涨，三季度大幅预增

■事件：皖维高新发布 2019 年三季度业绩预增公告，1~9 月份公司预计实现归母净利润 2.9~3.2 亿元（同比+110~132%），扣非后归母净利润预计为 2.53~2.83 亿元（同比+161~192%），累计计提减值准备 1.46 亿元左右。根据推算，19Q3 实现归母净利润约 1.1~1.5 亿元（19Q2 为 1.29 亿元、18Q3 为 0.50 亿元），扣非归母净利润 0.94~1.24 亿元（19Q2 为 1.23 亿元、18Q3 为 0.33 亿元）。

■点评：公司 19 年前三季度净利润同比大幅增长，我们分析主要原因为 PVA 量增价涨且主流 PVA 厂家定价策略发生变化；水泥、熟料等建材产品产销两旺，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 行业格局优化促主流厂家定价策略变化，供需趋紧推动价格上涨；公司 PVA 销量大，具备较大业绩弹性。

经过多年来的行业洗牌，弱势企业不断退出，PVA 产品市场已逐步向市场占有率高、研发能力强、技术先进、产业链长、成本低、效益好的优势企业不断集中，行业集中度提高、供需格局转好，定价策略发生变化。

产能缩减：根据公司公告与卓创资讯数据，如今主供国内大陆的 PVA 有效产能已减少至 87 万吨，主要在产企业为皖维子公司内蒙古蒙维 (20 万吨)、中石化川维化工 (16 万吨)、民营内蒙双欣 (13 万吨)、民营宁夏大地 (13 万吨)、中石化长城能源 (10 万吨)、安徽皖维 (7 万吨)、皖维子公司广西广维 (5 万吨)，除广维为生物乙烯法、川维为天然气乙炔法外其他均为电石乙炔法（各法成本不一）；而诸如山西三维 (10 万吨)、湖南湘维 (9 万吨) 等全行业约 36.7 万吨装置已停车一年以上，于今年相对景气的行情下都未见运行，产能已然出清。在格局优化的背景下，行业由完全竞争市场向寡头型市场部分转变，主流厂家定价策略发生变化使盈利中枢有效提升。

供需趋紧：根据海关总署与卓创资讯数据，18 年中国 PVA 产量与进口量为 61.2 万吨、4.0 万吨，表观消费量与出口量为 50.6 万吨、14.6 万吨；19 年 1-8 月进口量同比-9.7%、出口量同比+20.2%、表观消费量同比+10.9%，可见 PVA 国内外消费需求增长旺盛（主要应用于聚合助剂、织物浆料、涤纶纤维、粘合剂、PVB 树脂等领域），分月看出口量快速提升始自 1 月、表观消费量同比增长始自 4 月，推动 19Q2 至今 PVA 价格大幅上扬。以此同比变化趋势预测 19 年全年 PVA 产量

公司动态分析

证券研究报告

树脂

投资评级 **买入-A**

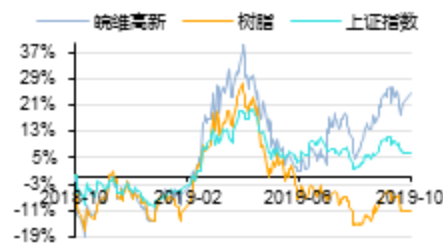
维持评级

6 个月目标价：**4.0 元**
 股价 (2019-10-08) **3.35 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,451.75
流通市值 (百万元)	6,451.75
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	4.38	24.18	17.46
绝对收益	1.52	20.94	20.72

张汪强 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450517070003
 zhangwq1@essence.com.cn
 010-83321072

相关报告

皖维高新：2019H1 业绩超预期，PVA 行业回暖/张汪强 2019-07-09

或将增至 70.1 万吨 (同比+14.4%)，行业开工率或将由 70%提至 81%。

业绩弹性大： 19H1 公司公告 PVA 销售均价 10595 元/吨 (同比+997 元/吨，涨幅+10.4%；不含增值税)；根据隆众资讯数据，18Q1、18Q2、18Q3、18Q4 的 PVA 出厂价分别为 10296、10300、11191、12120 元/吨，19Q1、19Q2、19Q3 为 11805、12625、12407 元/吨，目前最新价 12300 元/吨 (含增值税)。公司 PVA 合计产能 31 万吨，18 年实现销量 19.0 万吨、19H1 实现销量 10.5 万吨；以 20-30 万吨的年销量计算，PVA 每涨价 1000 元/吨 (扣增值税) 对应公司归母净利润增厚 1.7~2.6 亿元 (15%所得税率)，相较于 18 年公司全年 1.3 亿元净利润而言可见增厚显著。

■积极布局 PVA 下游产品，提升产品附加值。

公司是目前国内产能最大、技术最先进、产品链最齐全的 PVA 系列产品生产商，多年来专注于聚乙烯醇及相关产品的开发、生产与销售，主要产品包括 PVA、高强高模 PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学薄膜 等，形成 PVA 全产业链；随着高密高档纺织品、汽车和建筑用安全玻璃、电子、医学及医药领域的需求快速增长，PVA 新产能将具备很大的市场潜力。

高强高模 PVA 纤维 主要应用于建材等广泛领域，市场主要由日本可乐丽、日本尤尼契卡、皖维三家公司占据：其中皖维产能 2.5 万吨，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。

PVB 树脂 主要应用于汽车与建筑领域，市场主要由美国杜邦、日本积水、美国首诺、日本可乐丽四家公司占据，皖维已经成为行业知名品牌。

PVA 光学薄膜 主要应用于液晶面板，市场主要由日本可乐丽、中国台湾长春化工和皖维占据。2018 年 3 月公司投资德瑞格公司，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，该项目建设期 12 个月，建成后预计年利税 0.52 亿元，有望成为新的利润增长点。

投资建议： 给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 4.0 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的净利润分别为 4.33、5.33、6.07 亿，对应每股收益分别为 0.23、0.28、0.32 元/股，目标价 4.0 元相当于 P/E 分别为 17.4、14.3、12.5 倍。

风险提示： PVA 产品价格波动的风险，公司项目建设不及预期的风险，下游需求不及预期的风险，资产减值的风险

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,705.7	5,857.2	6,295.4	6,617.3	6,811.1
净利润	85.3	130.1	433.4	533.9	606.9
每股收益(元)	0.04	0.07	0.23	0.28	0.32
每股净资产(元)	2.50	2.39	2.29	2.49	2.71
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	75.7	49.6	14.9	12.1	10.6
市净率(倍)	1.3	1.4	1.5	1.3	1.2
净利润率	1.8%	2.2%	6.9%	8.1%	8.9%
净资产收益率	1.8%	2.8%	9.8%	11.1%	11.6%
股息收益率	0.4%	0.7%	2.0%	2.5%	2.8%
ROIC	3.6%	4.2%	9.7%	10.1%	13.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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	6,295.4	6,617.3	6,811.1	成长性					
减:营业成本	3,958.8	4,888.7	5,024.8	5,216.2	5,332.4	营业收入增长率	32.8%	24.5%	7.5%	5.1%	2.9%
营业税费	38.5	52.7	56.7	59.6	61.3	营业利润增长率	-2.4%	52.2%	231.7%	23.0%	13.6%
销售费用	168.4	189.1	220.3	264.7	272.4	净利润增长率	-22.6%	52.6%	233.1%	23.2%	13.7%
管理费用	343.2	195.8	220.3	330.9	340.6	EBITDA 增长率	16.0%	51.8%	18.6%	12.5%	7.2%
财务费用	114.3	144.1	91.2	78.9	51.5	EBIT 增长率	2.3%	158.3%	29.8%	17.5%	8.2%
资产减值损失	29.9	66.3	185.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	25.5%	40.0%	97.9%	17.5%	8.2%
加:公允价值变动收益	-7.1	-12.4	1.8	-	-	投资资本增长率	22.1%	-15.0%	12.4%	-16.2%	10.3%
投资和汇兑收益	20.7	13.8	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	32.4%	-4.2%	-4.1%	8.4%	8.8%
营业利润	101.8	154.9	513.8	632.1	718.0	利润率					
加:营业外净收支	-2.6	-5.1	-4.0	-4.0	-4.0	毛利率	15.9%	16.5%	20.2%	21.2%	21.7%
利润总额	99.2	149.8	509.8	628.1	714.0	营业利润率	2.2%	2.6%	8.2%	9.6%	10.5%
减:所得税	14.0	19.6	76.5	94.2	107.1	净利润率	1.8%	2.2%	6.9%	8.1%	8.9%
净利润	85.3	130.1	433.4	533.9	606.9	EBITDA/营业收入	12.8%	15.6%	17.2%	18.4%	19.1%
						EBIT/营业收入	3.8%	8.0%	9.6%	10.7%	11.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	310	291	264	240	221
						流动营业资本周转天数	39	50	50	50	51
						流动资产周转天数	157	167	165	158	158
						应收帐款周转天数	30	27	30	30	30
						存货周转天数	45	44	40	39	39
						总资产周转天数	672	554	504	469	446
						投资资本周转天数	435	356	323	299	278
						投资回报率					
						ROE	1.8%	2.8%	9.8%	11.1%	11.6%
						ROA	1.0%	1.4%	5.1%	6.1%	7.5%
						ROIC	3.6%	4.2%	9.7%	10.1%	13.1%
						费用率					
						销售费用率	3.6%	3.2%	3.5%	4.0%	4.0%
						管理费用率	7.3%	3.3%	3.5%	5.0%	5.0%
						财务费用率	2.4%	2.5%	1.4%	1.2%	0.8%
						三费/营业收入	13.3%	9.0%	8.4%	10.2%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	45.6%	49.6%	47.5%	45.3%	35.4%
						负债权益比	83.7%	98.4%	90.6%	82.9%	54.7%
						流动比率	0.75	0.92	0.88	1.02	1.38
						速动比率	0.53	0.70	0.66	0.77	1.05
						利息保障倍数	1.58	3.23	6.63	9.01	14.95
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.03	0.07	0.08	0.09
						分红比率	33.9%	37.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.4%	0.7%	2.0%	2.5%	2.8%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	85.3	130.1	433.4	533.9	606.9	EPS(元)	0.04	0.07	0.23	0.28	0.32
加:折旧和摊销	420.7	446.5	476.4	505.5	534.5	BVPS(元)	2.50	2.39	2.29	2.49	2.71
资产减值准备	29.9	66.3	-	-	-	PE(X)	75.7	49.6	14.9	12.1	10.6
公允价值变动损失	7.1	12.4	1.8	-	-	PB(X)	1.3	1.4	1.5	1.3	1.2
财务费用	109.9	137.7	91.2	78.9	51.5	P/FCF	-4.8	15.9	15.3	34.8	32.7
投资损失	-20.7	-13.8	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
少数股东损益	-	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	14.4	5.7	7.4	5.5	5.2
营运资金的变动	-1,066.6	578.7	-823.2	724.5	-788.1	CAGR(%)	84.3%	67.1%	57.8%	84.3%	67.1%
经营活动产生现金流量	-497.9	1,357.7	164.5	1,827.8	389.8	PEG	0.9	0.7	0.3	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-377.0	-281.2	-293.7	-245.0	-245.0	ROIC/WACC	0.4	0.4	1.0	1.0	1.3
融资活动产生现金流量	819.9	-956.7	-66.0	-1,557.1	-129.3	REP	3.8	2.3	1.4	1.3	0.9

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	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡		
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	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	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