



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 2019 年 10 月 9 日）

报告日股价（元）	3.28
12mth A 股价格区间（元）	2.18/3.75
总股本（亿股）	19.26
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	63.17
每股净资产（元）	2.55

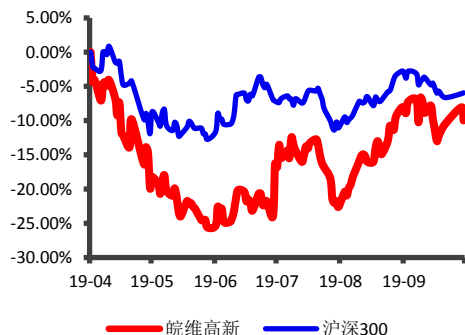
主要股东（2019H1）

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

收入结构（2019H1）

聚乙烯醇	35.91%
水泥、熟料	16.67%
VAE 乳液	7.93%
醋酸甲酯	7.11%
切片	6.59%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX19-WWGX02

首次报告日期：2016 年 10 月 28 日

相关报告：

盈利能力持续提升，计提减值难阻业绩超预期

■ 公司概况

公司发布2019年三季报业绩预告，预计19年1-9月实现归属于母公司股东净利润2.9亿-3.2亿元，同比增长110.14%-131.88%。其中，Q3季度预计实现归属于母公司股东净利润1.14亿-1.44亿元，同比增长80.72%-107.83%。并且19年1-9月累计计提资产减值准备1.46亿元左右（Q3季度计提8000万左右），对公司业绩增速造成了一定影响。

■ 公司点评

PVA 毛利率同比大幅提升，水泥、胶粉量价齐升

公司主营业务继续维持较好增长，19 年上半年 PVA 营收 11.10 亿元，同比增长 19.73%，毛利率 24.61%，同比增加 4.17 个百分点；水泥熟料营收 5.15 亿元，同比增长 32.25%，毛利率 47.02%，同比增加 7.24 个百分点；两大主营业务均呈现快速增长，且毛利率提升较快。从价格来看，2019 年上半年 PVA 产品（不含税）均价为 10595.45 元/吨，同比上升 10.39%，水泥及熟料（不含税）均价为 348.84 元/吨和 283.40 元/吨，同比上涨 12.83% 和 13.33%，并且三季度价格依然稳健。此外，可再分散胶粉业务是公司 19 年增长的新亮点，上半年实现营收 1.53 亿元，同比增长 58.55%，毛利率为 14.99%，同比提升 1.75 个百分点；VAE 乳液价格继续维持较好水平，实现营收 2.45 亿元，同比增长 13.54%，受原材料价格下降影响，毛利率达到 29.44%，同比提升 14.63 个百分点。

PVB 树脂增长稳健，PVA 光学膜持续拓展

公司覆盖的 PVA 下游产品有 PVA 纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜等，实现了从化工原料到下游的产业链延伸。PVB 方面，公司拥有 PVB 树脂产能 10000 吨/年，并且皖维集团与浙江陌盛成立合资公司，首家实现 PVA - PVB 树脂 - PVB 中间膜产业链全覆盖国内企业；PVA 光学膜方面，公司拥有产能 500 万平米/年，且 18 年 3 月公司公告与安徽居巢经济开发区投资有限公司共同投资设立德瑞格（70% 权益），将投资建设年产 700 万平偏光片项目，完成 PVA 光学膜-偏光片产业链延伸，目前项目正在进行土建和设备采购。此外，公司拟自筹 2.5 亿元投资新建年产 700 万平 3400mmPVA 光学膜项目，目前正在进行环评及主体厂房建设。

■ 盈利预测与估值

基于持续向好的 PVA 行业及可再分散胶粉产能利用率提升，我们再次上调业绩预测，预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为

65.52 亿、68.56 亿元和 71.59 亿元，增速分别为 11.87%、4.63% 和 4.41%；归属于母公司股东净利润分别为 3.53 亿、4.96 亿和 6.20 亿元，增速分别为 170.96%、40.74% 和 25.02%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.18、0.26 和 0.32 元，对应 PE 为 17.9、12.7 和 10.2 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）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5857.24	6552.53	6856.20	7158.86
年增长率	24.47%	11.87%	4.63%	4.41%
归属于母公司的净利润	130.10	352.52	496.13	620.23
年增长率	52.61%	170.96%	40.74%	25.02%
每股收益（元）	0.07	0.18	0.26	0.32
PE（X）	48.6	17.9	12.7	10.2

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	699	983	1028	1074
应收和预付款项	1666	1456	1812	1599
存货	748	755	825	820
其他流动资产	55	55	55	55
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	19	16	14	12
固定资产和在建工程	4867	4328	3908	3539
无形资产和开发支出	336	311	286	261
其他非流动资产	751	740	730	730
资产总计	9171	8645	8660	8091
短期借款	1365	1869	200	204
应付和预收款项	1868	757	1995	865
长期借款	750	750	750	750
其他负债	331	331	331	331
负债合计	4548	3706	3276	2150
股本	1926	1926	1926	1926
资本公积	1599	1599	1599	1599
留存收益	439	1399	1843	2400
归属母公司股东权益	4608	4924	5369	5925
少数股东权益	15	15	15	16
股东权益合计	4623	4939	5384	5940
负债和股东权益合计	9171	8645	8660	8091

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1358	105	1811	106
投资活动产生现金流量	-281	30	30	30
融资活动产生现金流量	-957	355	-1795	-90
现金流量净额	121	489	46	45

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5857	6553	6856	7159
营业成本	4889	5118	5378	5599
营业税金及附加	53	59	62	64
营业费用	189	187	195	203
管理费用	196	472	490	510
财务费用	144	138	102	58
资产减值损失	66	200	80	30
投资收益	14	0	0	0
公允价值变动损益	-12	0	0	0
营业利润	155	380	549	695
营业外收支净额	-5	35	35	35
利润总额	150	415	584	730
所得税	20	62	88	109
净利润	130	353	496	620
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	130	353	496	620

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	17%	22%	22%	22%
EBIT/销售收入	5%	8%	10%	11%
销售净利率	2%	5%	7%	9%
ROE	3%	7%	9%	10%
资产负债率	50%	43%	38%	27%
流动比率	0.92	1.18	1.61	2.98
速动比率	0.70	0.90	1.24	2.26
总资产周转率	0.65	0.76	0.79	0.88
应收账款周转率	3.76	5.06	4.06	5.02
存货周转率	6.81	6.78	6.52	6.83

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。