

皖维高新 (600063.SH)

强烈推荐 (维持)

上半年业绩大幅增长, PVB 膜打开成长新空间

事件: 公司发布 2022 年中报, 报告期内实现营业收入 50.1 亿元, 同比增长 33.6%, 归母净利润 9.6 亿元, 同比增长 100.1%, 扣非净利润 9.9 亿元, 同比增长 115.2%; 其中二季度单季实现收入 25.2 亿元, 同比增长 22.6%, 归母净利润 5.45 亿元, 同比增长 55.3%, 环比增长 31.2%。近日公司披露收购皖维丽盛交易已完成过户手续, 正式切入 PVB 中间膜领域。

□ 充分发挥产业链一体化优势, 核心产品盈利水平大幅提升。2022 年上半年在新冠疫情冲击下, 公司核心产品供需格局较好, 同时充分发挥产业链协同发展的经营优势, 持续优化产品结构, 盈利水平大幅提升。报告期内, 公司聚乙烯醇 (PVA) 收入 20.7 亿元, 同比增长 87.5%, 毛利率 44.5%, 同比增长 8.4 pct; 公司大力拓展 PVA 纤维产品国外市场, 开拓 PVA 光学膜和 PVB 树脂国内市场应用, 三大新材料产品毛利率同比分别提升 22.8pct、31.24pct、28.1 pct; 公司经营性现金流 15.5 亿元, 同比增长 99%, 研发投入 2.54 亿元, 同比增长 65.3%, 未来成长驱动力充足。

□ PVA 供需格局不断向好, 行业景气度有望维持较好水平。PVA 行业经过多年的洗牌, 目前国内生产企业仅五家, 公司产能 31 万吨/年, 国内占比 31%, 拥有较强市场话语权; 未来几年国内基本无新增产能, 海外部分乙烯法 PVA 产能退出, 转而向中国采购, 2022 年上半年我国 PVA 出口量 10.7 万吨, 同比增长 26.7%, 约占国内总产量 30%, 同时下游市场需求不断增加, 供需关系有望持续趋紧。公司拥有“电石-醋酸乙烯-PVA”产业链一体化优势, 柔性调节产业链各产品产销量, 实现效益最大化。

□ 公司加码拓展新材料项目, 正式切入 PVB 中间膜领域。PVA 光学膜市场主要被日本企业垄断, 公司 700 万平米高端大尺寸 PVA 光学膜产线正在安装调试; 700 万平方米偏光片项目预计今年下半年投产。公司收购皖维丽盛进军 PVB 中间膜行业, 具备“PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜”全产业链优势, 目前已经完成交易过户, 标的公司主要生产和销售建筑级及汽车级 PVB 膜片, 拥有光伏级 PVB 膜片技术, 建筑光伏一体化 (BIPV) 有望打开未来需求空间。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 17.1 亿、19.5 亿、23.0 亿元 (不考虑收购并表), EPS 分别为 0.89、1.01、1.20 元, 当前股价对应 PE 分别为 11.7、10.3、8.7 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 产品价格下跌、新项目建设不及预期、产品放量不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7054	8103	10295	11648	12247
同比增长	11%	15%	27%	13%	5%
营业利润(百万元)	697	1171	1992	2265	2663
同比增长	62%	68%	70%	14%	18%
归母净利润(百万元)	611	982	1708	1950	2302
同比增长	59%	61%	74%	14%	18%
每股收益(元)	0.32	0.51	0.89	1.01	1.20
PE	32.7	20.4	11.7	10.3	8.7
PB	3.5	3.2	2.6	2.2	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

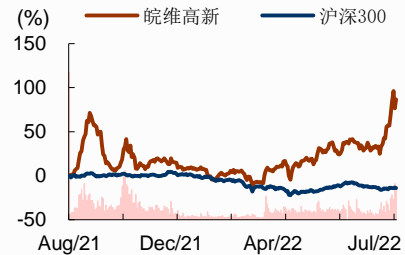
当前股价: 10.39 元

基础数据

总股本 (万股)	192589
已上市流通股 (万股)	192589
总市值 (亿元)	200
流通市值 (亿元)	200
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	21.0
资产负债率	44.4%
主要股东	安徽皖维集团有限责任公司
主要股东持股比例	30.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	33	73	65
相对表现	34	82	78



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《皖维高新 (600063) 一、二季度业绩大超预期, 新材料项目多点开花》 2022-07-08
- 《皖维高新 (600063) 一、PVA 景气度延续, 一季度业绩超预期》 2022-03-28
- 《皖维高新 (600063) 一、全年业绩迈上新台阶, 新材料项目将进入收获期》 2022-03-10

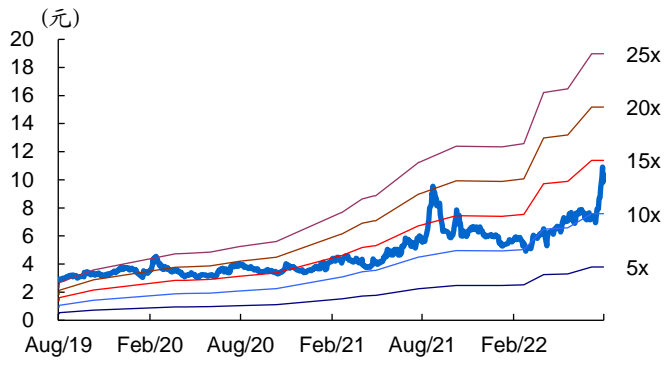
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

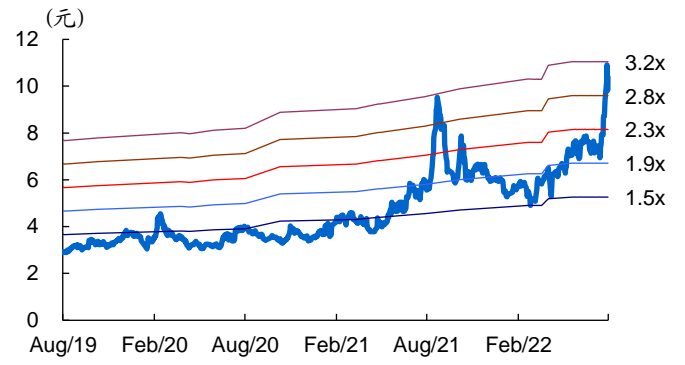
✉ caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 皖维高新历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 皖维高新历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3933	4857	6750	8798	10835
现金	1885	1852	3071	4629	6494
交易性投资	25	30	30	30	30
应收票据	833	1263	1605	1816	1910
应收款项	238	281	334	377	397
其它应收款	23	54	69	78	82
存货	530	909	1073	1221	1253
其他	398	467	569	646	669
非流动资产	6776	6797	6472	6182	5923
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4072	3772	3490	3238	3013
无形资产商誉	450	425	383	345	310
其他	2254	2599	2599	2599	2599
资产总计	10708	11654	13222	14980	16758
流动负债	3712	4514	4574	4902	4973
短期借款	2013	1830	1830	1830	1830
应付账款	1099	1781	2119	2413	2476
预收账款	110	152	180	205	211
其他	491	752	444	454	456
长期负债	1307	782	782	782	782
长期借款	300	320	320	320	320
其他	1007	462	462	462	462
负债合计	5019	5296	5356	5684	5755
股本	1926	1926	1926	1926	1926
资本公积金	1599	1599	1599	1599	1599
留存收益	2149	2801	4316	5754	7471
少数股东权益	15	32	25	16	7
归属于母公司所有者权益	5674	6326	7841	9279	10996
负债及权益合计	10708	11654	13222	14980	16758

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1200	1510	1885	2204	2569
净利润	611	978	1701	1942	2292
折旧摊销	452	476	452	417	386
财务费用	93	91	118	97	82
投资收益	(16)	(35)	(89)	(89)	(89)
营运资金变动	53	20	(301)	(166)	(103)
其它	5	(19)	4	3	1
投资活动现金流	(1887)	(844)	(37)	(37)	(37)
资本支出	(722)	(891)	(125)	(125)	(125)
其他投资	(1166)	47	89	89	89
筹资活动现金流	723	(755)	(630)	(609)	(667)
借款变动	764	57	(319)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(116)	(193)	(193)	(512)	(585)
其他	74	(619)	(118)	(97)	(82)
现金净增加额	35	(89)	1218	1558	1865

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7054	8103	10295	11648	12247
营业成本	5749	6082	7239	8242	8457
营业税金及附加	53	63	80	90	95
营业费用	28	37	47	53	56
管理费用	215	320	406	443	441
研发费用	256	345	438	489	490
财务费用	96	95	118	97	82
资产减值损失	(39)	(79)	(63)	(57)	(51)
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	63	50	50	50	50
投资收益	16	35	35	35	35
营业利润	697	1171	1992	2265	2663
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	13	71	71	71	71
利润总额	688	1105	1926	2200	2598
所得税	77	127	225	258	305
少数股东损益	(0)	(4)	(7)	(8)	(10)
归属于母公司净利润	611	982	1708	1950	2302

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	11%	15%	27%	13%	5%
营业利润	62%	68%	70%	14%	18%
归母净利润	59%	61%	74%	14%	18%
获利能力					
毛利率	18.5%	24.9%	29.7%	29.2%	30.9%
净利率	8.7%	12.1%	16.6%	16.7%	18.8%
ROE	11.3%	16.4%	24.1%	22.8%	22.7%
ROIC	9.3%	13.2%	19.7%	19.4%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	46.9%	45.4%	40.5%	37.9%	34.3%
净负债比率	22.5%	21.2%	16.3%	14.4%	12.8%
流动比率	1.1	1.1	1.5	1.8	2.2
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.5	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	10.4	8.4	7.3	7.2	6.8
应收账款周转率	6.5	6.2	5.9	5.6	5.4
应付账款周转率	5.1	4.2	3.7	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.32	0.51	0.89	1.01	1.20
每股经营净现金	0.62	0.78	0.98	1.14	1.33
每股净资产	2.95	3.28	4.07	4.82	5.71
每股股利	0.10	0.10	0.27	0.30	0.36
估值比率					
PE	32.7	20.4	11.7	10.3	8.7
PB	3.5	3.2	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	19.4	13.8	9.1	8.4	7.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。