

2016 年 12 月 29 日

公司研究

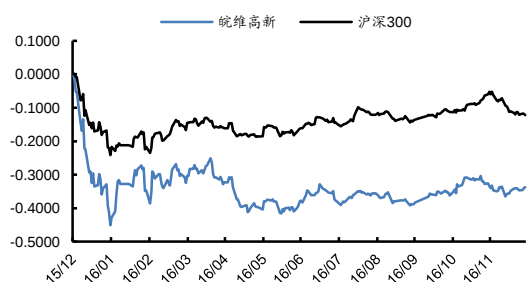
评级：买入（首次覆盖）

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
 021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
 联系人：张翠翠 S0350115090020
 021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn

PVA 行业龙头，产品价格上涨业绩弹性大

——皖维高新（600063）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
皖维高新	-1.7	8.5	-33.9
沪深 300	-7.4	1.8	-12.2

市场数据

2016/12/29	
当前价格（元）	4.72
52 周价格区间（元）	3.85 - 7.45
总市值（百万）	7768.62
流通市值（百万）	7174.93
总股本（万股）	164589.47
流通股（万股）	152011.33
日均成交额（百万）	111.79
近一月换手（%）	19.05

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- 公司是国内 PVA（聚乙烯醇）行业龙头公司，PVA 及高强高模 PVA 纤维产能居全国第一。公司非公开发行股票募投项目的 10 万吨/年特种 PVA 树脂已于 2016 年 11 月投产，公司目前已形成年产 35 万吨 PVA 的生产能力，位居世界前列。2015 年 PVA 的产销量和市场占有率均超过国内市场的 25% 以上；高强高模 PVA 纤维产销量位居全国第一，国内市场占有率为 80%，国际市场占有率为 45% 左右。

表 1：2015 年国内 PVA 生产厂家产品产量

生产厂商	产量（万吨/年）
川维	12.3
皖维	16.1
内蒙古双欣	12.4
山西三维	4.5
湘维	4.4
宁夏大地	8.2
上海石化	2.1
宁夏能化	2.0
总计	62.0

资料来源：维纶通讯，国海证券研究所

- 国内 PVA 主要采用电石乙炔法生产路线，成本优势明显。聚乙烯醇主要由醋酸乙烯聚合醇解而制成的产品，根据原材料主要包括乙炔法及乙烯法两条工艺路线，国内 PVA 多为电石-乙炔-醋酸乙烯一体化生产，使得国内基本采用电石乙炔法路线，国外基本采取乙烯-醋酸乙烯法路线。根据目前原材料价格，电石法生产 PVA 完全成本约 8500 元/吨，乙烯法采购醋酸乙烯原材料价格 5900 元/吨，按照 1 吨 PVA 需要 1.7 吨醋酸乙烯可知，目前乙烯法成本为 1 万元/吨左右，电石法成本优势明显。产品价格方面，根据百川资讯数据得知，受益于煤炭价格上涨，截至 12 月 27 日，公司 PVA 片状 1799# 由 8200 元上涨至 10300 元/吨，同比上涨 25%。

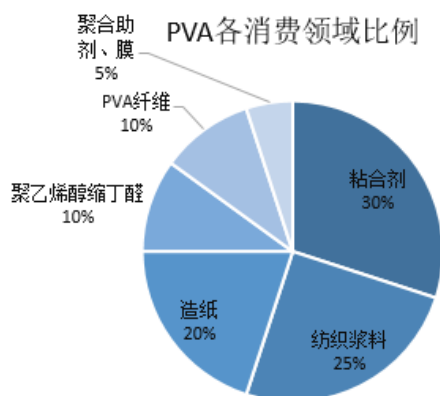
表 2: 电石法生产 PVA 原材料成本

原材料	综合单耗	含税单价 (元/吨)	单位成本 (元/吨)
电石	1.998	3000	5994
醋酸	0.075	3000	225
甲醇	0.060	2750	165
其他化工及包装材料			650
原材料成本小计			7034

资料来源: 国海证券研究所整理

- **PVA 下游应用领域广泛, 需求将稳步增长。**PVA 产品主要用于粘合剂、纺织浆料、造纸等方面。其中纺织浆料和造纸占比约 45%, PVA 根据聚合度和醇解度不同有多种型号, 目前世界 PVA 产业的发展趋势一方面朝着高聚合度、高醇解度的精细化产品方向发展, 另一方面产业朝着低聚合度、低醇解度的特种产品方向发展。我们根据博思数据得知, 2012 年全球聚乙烯醇需求量为 118.4 万吨, 同比增长 4.2%。2013 年全球需求量为 123.2 万吨, 同比增长 4.05%, 2014 年全球聚乙烯醇需求量为 128.1 万吨, 同比增长 3.98%, 从全球来看, 聚乙烯醇需求量保持稳定增长。

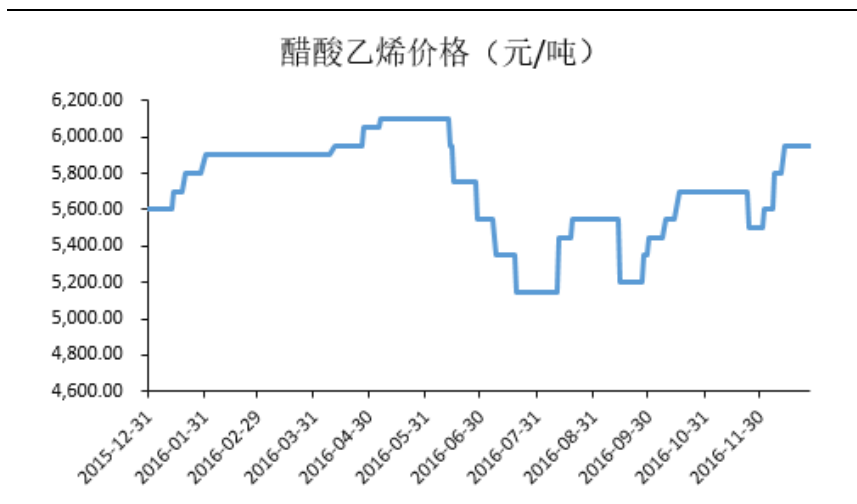
图 1: PVA 各消费领域占比



资料来源: 上海德维化工公司, 国海证券研究所

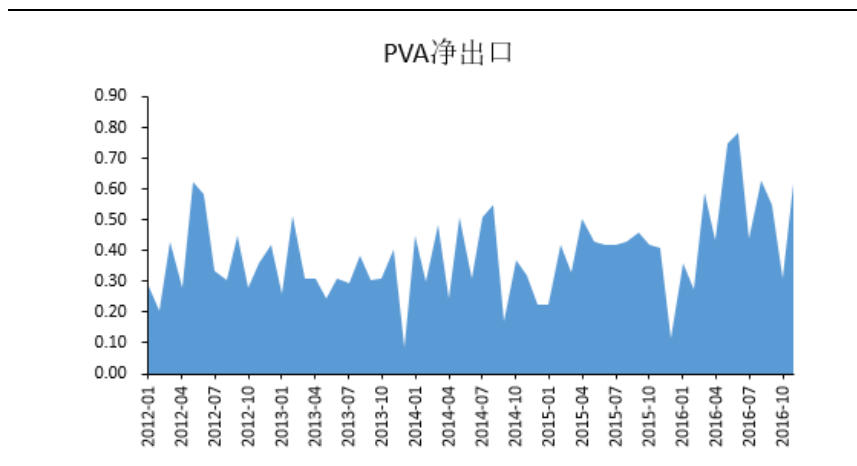
- **受益于石油价格上涨及人民币贬值影响, 2016 年 PVA 净出口明显好转。**根据 wind 数据, 2015 年末 PVA 净出口量处于历史底部, 2016 年原油价格上调, 醋酸乙烯价格持续上涨, 相对于乙烯法 PVA, 国内电石法制 PVA 成本更具优势, 同时叠加人民币贬值影响, 2016 年 PVA 净出口明显好转, 7 月份净出口创造近五年新高。我们认为随着石油价格持续走高, 国内煤制 PVA 成本优势更加明显, 2017 年 PVA 出口量有望继续增长, 公司作为国内 PVA 龙头公司, 有望优先受益。

图 2：2016 年下半年醋酸乙烯价格持续上涨



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2016 年 PVA 净出口好转 (单位：万吨)



资料来源：Wind，国海证券研究所

- **定增 10 万吨/年特种 PVA 树脂项目审核通过，公司行业龙头地位进一步巩固。**公司 2015 年 8 月拟募集资金 20 亿，用于 10 万吨/年特种聚乙烯醇树脂、60 万吨/年工业废渣综合利用循环经济项目，目前定增项目已获得证监会审核通过的批复，定增底价不低于 4.19 元/股，具有较高的安全边际。此次公司募投新建的 10 万吨/年乙烯醇树脂项目，重点集中生产 PVA 的特高聚合度 (≥ 2600)、特低聚合度 (≤ 500)、特低醇解度 (70-92mol%) 等特种品种，丰富和提升产品线，提高高

端产品竞争力，公司行业龙头地位将进一步巩固。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是国内 PVA 行业龙头公司，PVA 及高强高模 PVA 纤维产能居全国第一，受益于煤炭价格上涨，截至 12 月 27 日，PVA 片状 1799# 由 8200 元上涨至 10300 元/吨，同比上涨 25%，同时新建的 10 万吨/年乙烯醇树脂项目提高高端产品竞争力，巩固行业龙头地位。我们认为油价上涨将使电石法 PVA 成本优势明显，PVA 价格有望进一步上涨，公司作为行业龙头将优先受益，若 PVA 价差每上涨 1000 元/吨，EPS 将增厚 0.16 元。基于审慎性原则，暂不考虑本次定增对公司业绩及股本的影响，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.10、0.18 和 0.23 元，对应市盈率分别为 47 倍、25 倍、20 倍。
- **风险提示：**油价上涨不及预期；产品价格不及预期；公司定增项目实施的不确定风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	3485	3858	4529	4965
增长率(%)	-15.5%	10.7%	17.4%	9.6%
净利润（百万元）	109	163	299	382
增长率(%)	-39.3%	49.0%	83.7%	27.7%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.10	0.18	0.23
ROE(%)	3.0%	4.4%	7.9%	9.7%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

表 3: 皖维高新盈利预测表 (暂不考虑本次定增对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	600063.SH				股价:	4.72	投资评级:	买入	日期:	2016/12/29
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标					
ROE	3%	4%	8%	10%	EPS		0.07	0.10	0.18	0.23
毛利率	19%	19%	20%	20%	BVPS		2.23	2.23	2.30	2.37
期间费率	16%	15%	13%	13%	估值					
销售净利率	3%	4%	7%	8%	P/E		71.1	47.7	26.0	20.3
成长能力					P/B		2.1	2.1	2.0	2.0
收入增长率	-16%	11%	17%	10%	P/S		2.2	2.0	1.7	1.6
利润增长率	-39%	49%	84%	28%	利润表 (百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
营运能力					营业收入		3485	3858	4529	4965
总资产周转率	0.47	0.52	0.55	0.58	营业成本		2827	3119	3628	3949
应收账款周转率	6.68	6.64	6.64	6.64	营业税金及附加		14	15	18	20
存货周转率	6.12	6.08	6.08	6.08	销售费用		101	108	91	99
偿债能力					管理费用		317	347	362	372
资产负债率	51%	50%	54%	55%	财务费用		123	124	134	138
流动比	0.47	0.48	0.50	0.58	其他费用 / (-收入)		4	27	30	34
速动比	0.31	0.30	0.33	0.40	营业利润		107	171	326	420
资产负债表 (百万元)					营业外净收支		31	24	33	38
现金及现金等价物	246	215	380	556	利润总额		138	195	359	458
应收款项	522	581	683	748	所得税费用		29	29	54	69
存货净额	462	515	599	652	净利润		109	166	305	390
其他流动资产	128	126	137	145	少数股东损益		0	3	6	8
流动资产合计	1358	1377	1739	2041	归属于母公司净利润		109	163	299	382
固定资产	3545	3391	3252	3227	现金流量表 (百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
在建工程	650	1050	1650	1950	经营活动现金流		847	523	692	716
无形资产及其他	335	350	221	109	净利润		109	166	305	390
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益		0	3	6	8
资产总计					折旧摊销		358	488	456	399
短期借款	2112	2112	2612	2612	公允价值变动		(18)	3	3	3
应付款项	642	601	699	729	营运资金变动		397	(138)	(78)	(83)
预收帐款	50	53	62	68	投资活动现金流		(899)	(434)	(1067)	(574)
其他流动负债	68	79	90	98	资本支出		(530)	(734)	(917)	(674)
流动负债合计	2872	2845	3463	3506	长期投资		0	0	0	0
长期借款及应付债券	630	630	730	930	其他		(369)	300	(150)	100
其他长期负债	273	273	273	273	筹资活动现金流		(7)	(160)	420	(68)
长期负债合计	903	903	1003	1203	债务融资		920	0	600	200
负债合计	3774	3747	4466	4709	权益融资		453	0	0	0
股本	1646	1646	1646	1646	其它		(1381)	(160)	(180)	(268)
股东权益	3669	3676	3801	3923	现金净增加额		(59)	(70)	45	75
负债和股东权益总计	7444	7423	8267	8632						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。