

**投资评级：强烈推荐（上调）**
**报告日期：2017年09月22日**
**市场数据**

目前股价	4.51
总市值（亿元）	86.86
流通市值（亿元）	68.56
总股本（万股）	192,589
流通股本（万股）	152,011
12个月最高/最低	5.41/3.90

**分析师**

顾锐 0755-83675954

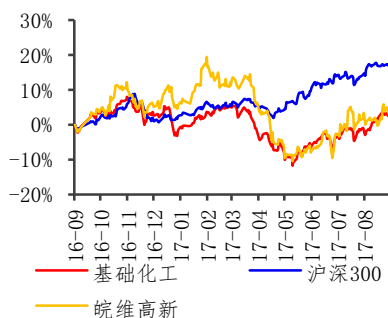
Email: gurui @cgws.com

执业证书编号: S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;PVA 市场份额提升，长期价格看涨&gt;&gt;

2016-12-30

# PVA 光学膜进口替代空间巨大，公司产品已实现批量供货

**——皖维高新（600063）公司深度报告**
**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,245	5,009	5,786
(+/-%)	19.8%	18.0%	15.5%
净利润	188	341	427
(+/-%)	70.4%	81.8%	25.2%
摊薄 EPS	0.10	0.18	0.22
PE	46.3	25.4	20.3

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 偏光片国产化需求空间巨大：**偏光片是液晶面板（LCD）的重要原材料，对于液晶面板的显示效果具有重要作用，在液晶面板成本中占比 10% 左右。全球 LCD 需求的不断增长带动了偏光片产品的快速增长。预计全球偏光片市场需求将从 2016 年的 4.32 亿平方米，增加到 2019 年的 4.99 亿平方米，年均复合增长率约 5% 左右。目前全球偏光片市场规模约 90 亿美元以上，主要被日韩企业所垄断，但随着中国大陆液晶面板产业的迅猛发展，偏光片行业发展重心正在向中国大陆转移。国内偏光片市场发展空间较大。
- PVA 光学膜进口替代空间巨大：**偏光片是由 PVA 膜、TAC 膜、压敏胶层、保护膜等复合而成，其中 PVA 膜和 TAC 膜是最主要的膜层，PVA 膜约占偏光片成本 10% 左右。目前全球偏光片用 PVA 膜呈现日本可乐丽一家独大的局面，国内生产企业较少，其进口替代空间巨大。
- 皖维高新是国内 PVA 行业龙头企业，其 PVA 光学膜已向国内偏光片企业批量供货：**皖维高新是国内少数几家能批量生产 PVA 光学膜的内资企业之一。2017 年上半年，公司提高了 PVA 光学膜的产品档次和附加值，累计销售高端 PVA 光学薄膜 14.4 万平方米，是上年同期的 4.28 倍。目前国内部分的偏光片生产企业（如三利谱等）已将公司 PVA 光学膜纳入供应链体系。未来公司 PVA 光学膜产品将进入更多的内外资偏光片生产企业，充分受益于其国产化进程。
- 投资建议：**皖维高新作为国内 PVA 行业龙头优质企业，在规模、品类和技术上均较同行业公司有较大优势，PVA 价格上涨，公司拥有较大的业绩弹性。公司 PVA 光学膜已进入国内部分偏光片生产企业的供应链体系，随着偏光片的国产化进程加速，公司 PVA 光学膜业务有望明显受益。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.10、0.18 和 0.22 元，对应当前股价 PE

为 46X, 25X 和 20X, 上调至“强烈推荐”评级。

- **风险提示:** PVA 产品价格下滑; PVA 光学膜业务拓展低于预期。

## 目录

1. 偏光片国产化需求空间巨大.....	5
1.1 偏光片是液晶面板中不可或缺的部件.....	5
1.2 全球偏光片需求持续增长.....	6
1.3 偏光片市场被海外企业垄断.....	6
1.4 偏光片国产化需求空间巨大.....	7
1.4.1 液晶面板行业正在由国外向国内转移.....	7
1.4.2 国内下游液晶面板行业产能持续扩张，国内偏光片需求保持快速增长.....	7
1.4.3 国内偏光片供给存在缺口.....	8
2. PVA 光学膜的进口替代空间巨大.....	9
3. 皖维高新是国内 PVA 行业的龙头企业.....	10
3.1 公司是国内 PVA 龙头企业，市占率第一.....	10
3.2 公司产品线齐全，盈利能力较强.....	12
3.3 PVA 价格有望上行.....	13
3.3.1 部分产能实质性退出，产业集中度上升.....	13
3.3.2 原材料价格上涨，PVA 获得成本支撑.....	14
4. 皖维 PVA 光学膜已为国内偏光片企业批量供货.....	14
5. 投资建议及盈利预测.....	15
6. 风险提示.....	15
附：盈利预测表.....	16

## 图表目录

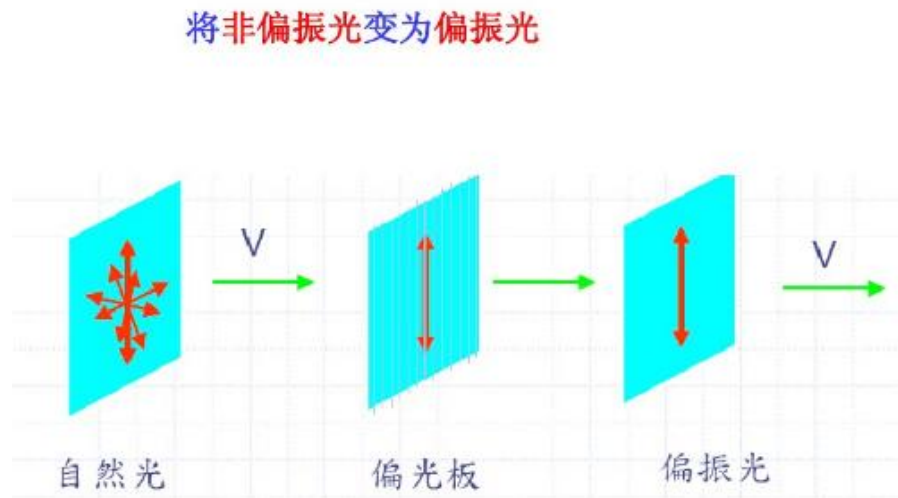
图 1: 偏光片的作用 .....	5
图 2: 液晶面板的结构 .....	5
图 3: 偏光片在液晶面板中的工作原理 .....	5
图 4: 全球 LCD 的需求面积及增速 .....	6
图 5: 全球偏光片市场的需求面积及增速 .....	6
图 6: 全球偏光片产能情况及增速 .....	6
图 7: 全球偏光片的供需情况 .....	6
图 8: 全球偏光片生产企业的地域结构 .....	7
图 9: 全球偏光片生产企业的市场份额占比 .....	7
图 10: 中国偏光片供需情况 .....	9
图 11: 偏光片的结构 .....	9
图 12: 偏光片的生产过程 .....	9
图 13: 偏光片的生产成本分布 .....	10
图 14: PVA 光学膜的价格 .....	10
图 15: 公司股权结构 .....	10
图 16: 公司各产品营收（万元，左）与营收同比（右） .....	11
图 17: 2008 年至 2017H1 营业利润与净利润（万元） .....	12
图 18: 2017H1 公司各产品营收比例 .....	12
图 19: 公司产业链示意图 .....	12
图 20: 公司 PVA 业务毛利水平领先同行业 .....	12
图 21: PVA 现货价格触底反弹 .....	13
图 22: PVA 成本构成 .....	14
图 23: 电石价格触底反弹（元/吨） .....	14
图 24: 皖维高新的高端 PVA 光学膜的销量情况 .....	14
表 1: 国内规划在建、即将投产和已经投产的主要 4.5 代及以上面板生产线统计情况 .....	8

# 1. 偏光片国产化需求空间巨大

## 1.1 偏光片是液晶面板中不可或缺的部件

偏光片全称为偏振光片，可控制特定光束的偏振方向。自然光在通过偏光片时，振动方向与偏光片透过轴垂直的光将被吸收，透过光只剩下振动方向与偏光片透过轴平行的偏振光。偏光片的作用就是将非偏振光变为偏振光。偏光片是液晶面板（LCD）中不可或缺的部件。

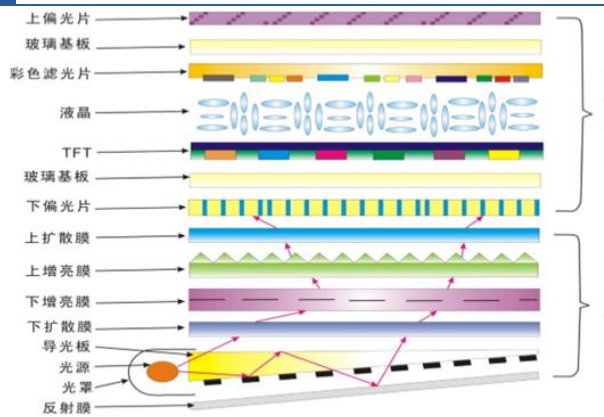
图 1: 偏光片的作用



资料来源：长城证券研究所整理

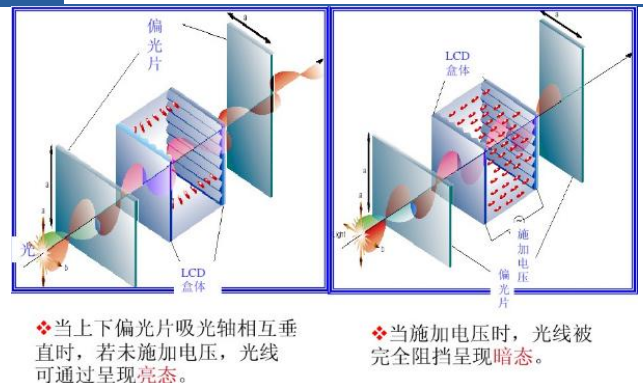
液晶面板（LCD）中有两张偏光片分别贴在玻璃基板两侧，下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光，上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光，产生明暗对比，从而产生显示画面。液晶显示模组的成像必须依靠偏振光，少了任何一张偏光片，液晶显示模组都不能显示图像。

图 2: 液晶面板的结构



资料来源：长城证券研究所整理

图 3: 偏光片在液晶面板中的工作原理



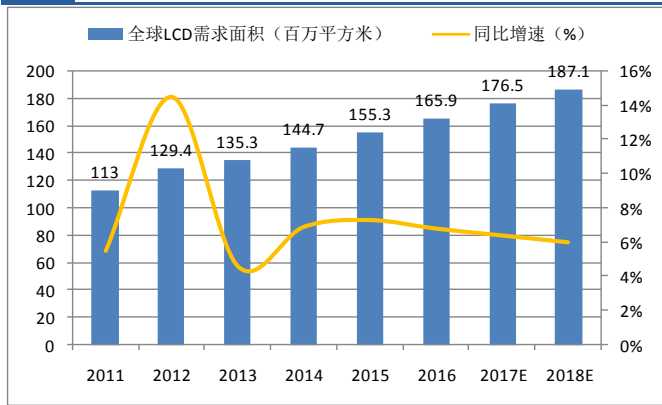
资料来源：长城证券研究所整理

## 1.2 全球偏光片需求持续增长

偏光片是液晶面板（LCD）的重要原材料，对于液晶面板的显示效果具有重要作用，在液晶面板成本结构中占比 10% 左右。LCD 需求的不断增长带动了偏光片产品的快速增长。根据 Display bank 的统计数据显示，全球 LCD 需求面积将从 2016 年的 166 百万平方米增长至 2018 年的 187 百万平方米。全球偏光片市场规模约 90 亿美元以上。

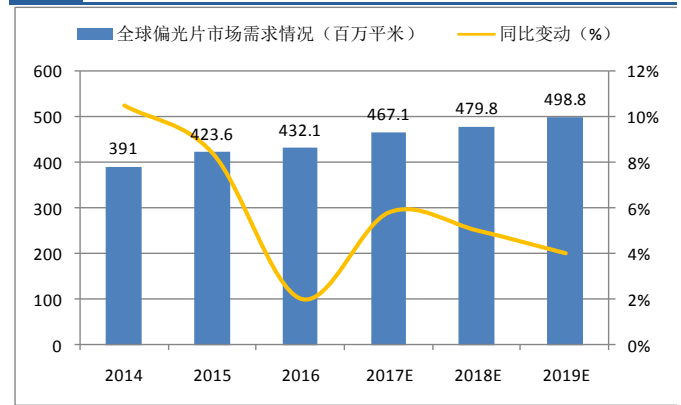
全球 LCD 需求增长推动全球偏光片需求增长。全球偏光片市场需求将从 2016 年的 4.32 亿平方米，增加到 2019 年的 4.99 亿平米，年均复合增长率约 5% 左右。

图 4：全球 LCD 的需求面积及增速



资料来源：Display bank，长城证券研究所整理

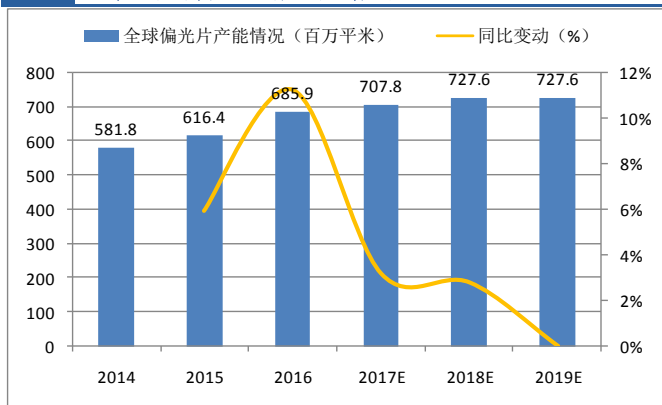
图 5：全球偏光片市场的需求面积及增速



资料来源：Display bank，长城证券研究所整理

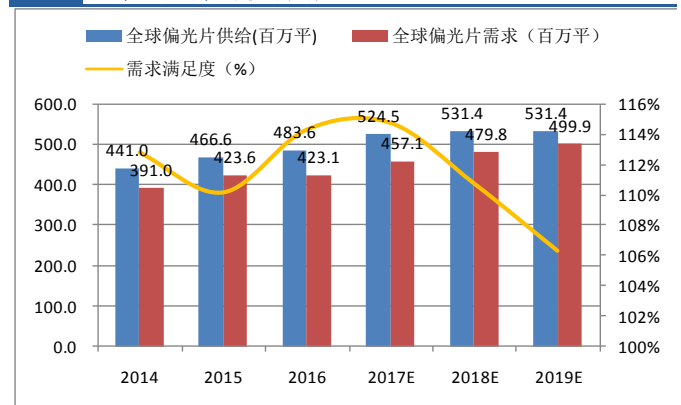
全球偏光片产能预计将从 2016 年的 6.86 亿平米增加到 2019 年的 7.28 亿平米，年复合增长率约为 2%。

图 6：全球偏光片产能情况及增速



资料来源：Display bank，长城证券研究所整理

图 7：全球偏光片的供需情况



资料来源：Display bank，长城证券研究所整理

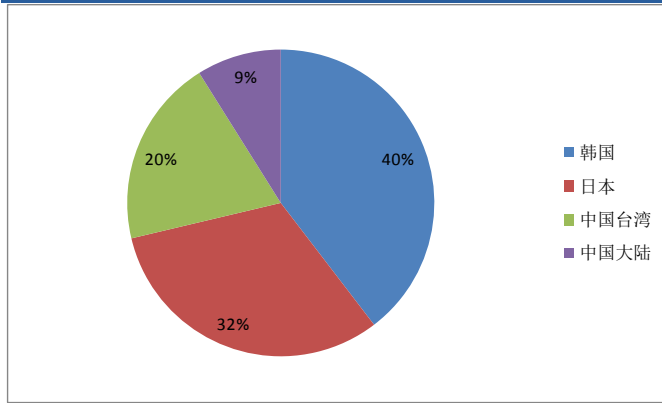
## 1.3 偏光片市场被海外企业垄断

目前全球偏光片生产企业主要集中在日本、韩国、中国台湾和中国大陆，且中国大陆产能占全球产能的比例逐年上升。2015 年，韩国偏光片产能居全球第一，占比约为 40%，主要企业包括住友化学的韩国子公司东友精密化学、日东电工的韩国子公司 Koreno 公司，LG 化学以及三星 SDI；日本排名第二，占比约占 32%，主要企业包括日东电工、住友化学、三立子、宝莱等；中国台湾产能排在第三位，产能占比约为 20%，主要企业包括奇



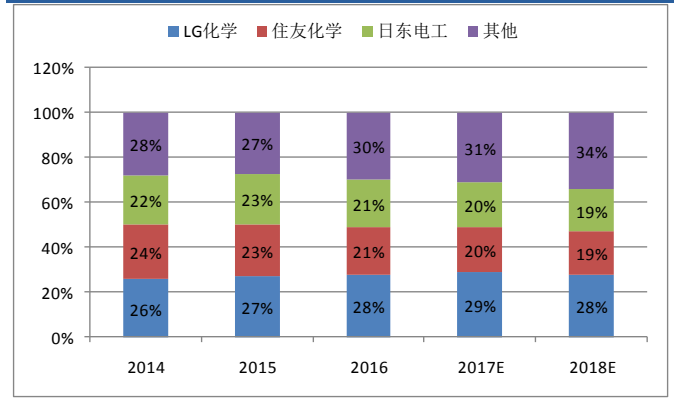
美材料和明基材料，以及住友化学台湾子公司住化电子材料科技有限公司等；中国大陆产能约占 9%，主要企业包括 LG 化学中国子公司乐金化学（南京）信息材料有限公司、盛波光电、三利谱等。

图 8: 全球偏光片生产企业的地域结构



资料来源: Display bank, 长城证券研究所整理

图 9: 全球偏光片生产企业的市场份额占比



资料来源: Display bank, 长城证券研究所整理

目前偏光片市场主要被 LG 化学、住友化学、日东电工等几大厂商垄断。2016 年，前三大厂商（LG 化学、住友化学、日东电工）的市场份额为 70%，但随着新兴市场持续的技术积累，中国大陆和台湾的偏光片生产企业的崛起，未来前三大厂商的市场份额将会有所下降。

## 1.4 偏光片国产化需求空间巨大

### 1.4.1 液晶面板行业正在由国外向国内转移

全球液晶面板产业正向中国转移，上游配套产业、装备产业逐步完善，我国已经成为全球重要的液晶面板产业研发和生产的基地之一。根据工信部 2016 年 2 月发布的统计数据，2015 年度我国液晶电视产量达到 14 亿台，手机产量达到 18.1 亿部，微型计算机 3.1 亿台，我国已是全球第一的电子信息产业制造大国，同时也是全球第一的消费国。

近期国内多条液晶面板生产线建成投产，如京东方在重庆建设的 8.5 代液晶面板线，华星光电在深圳建设的 8.5 代液晶面板线，中电熊猫在南京建设的 8.5 代液晶面板线。另外，液晶显示企业在中国大陆持续扩产的步伐还在继续，未来三年，京东方、惠科、中国电子、华星光电规划将投资建设一条 10.5 代、三条 8.5 代、一条 6 代和一条 11 代液晶面板生产线。随着上述生产线产能利用率的提升和新生产线的陆续投产，国内液晶面板行业预计将保持较快的发展速度。

### 1.4.2 国内下游液晶面板行业产能持续扩张，国内偏光片需求保持快速增长

偏光片是液晶面板关键原材料之一，约占面板成本的 10% 左右。随着我国液晶面板产业的迅猛发展，作为液晶面板产业上游的偏光片行业发展重心正在向中国大陆转移，偏光片国内市场规模发展空间较大。

### 1.4.3 国内偏光片供给存在缺口

近十年来，以京东方、华星光电、天马、龙腾光电、中电熊猫等为代表的一批面板生产企业的崛起，带动了大陆平板显示产业链的高速发展，在北京地区、长三角地区、成渝地区、珠三角地区，初步形成了四个面板产业集聚发展带。目前，国内规划在建、即将投产和已经投产的主要 4.5 代及以上面板生产线统计如下表所示：

**表 1：国内规划在建、即将投产和已经投产的主要 4.5 代及以上面板生产线统计情况**

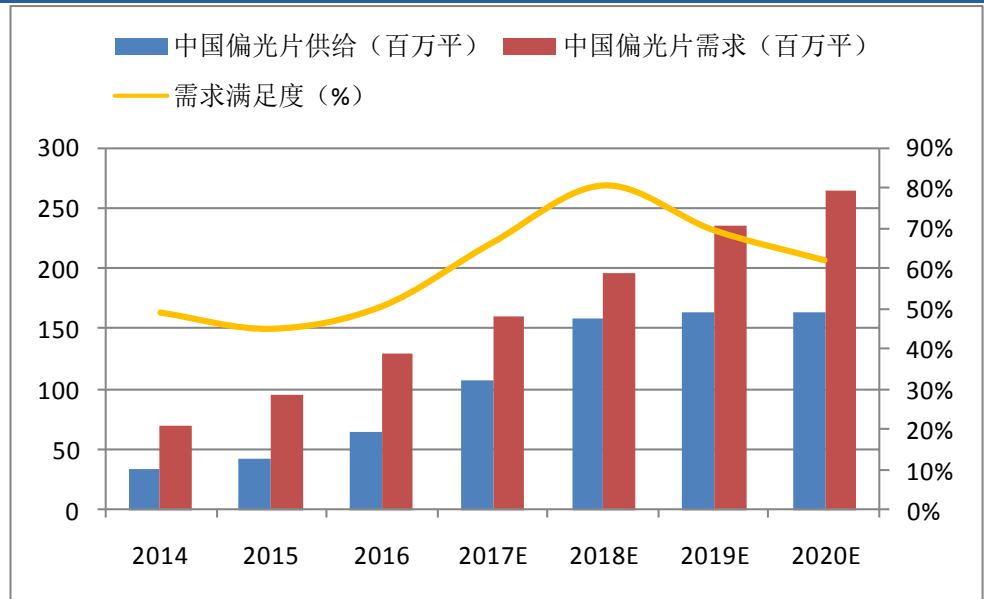
序号	厂商	代数	年产能（万片）	年偏光片需求量 （万平方米）	投产时间	备注
1	华星光电	11	108	2500	2019 年	规划在建
2	京东方	10.5	108	2400	2018 年	
3	京东方	8.5	144	1800	2018 年	
4	惠科	8.5	72	940	2017 年	
5	中国电子	8.5	108	1400	2017 年	
6	京东方	6	54	350	2017 年	
7	华星光电	6	36	230	2016 年	已经投产
8	友达光电	6	36	230	2016 年	
9	华星光电	8.5	120	1500	2015 年	
10	中电熊猫	8.5	72	900	2015 年	
11	重庆京东方	8.5	108	1400	2015 年	
12	LG Display	8.5	72	800	2014 年 Q3	
13	合肥京东方	8.5	108	1400	2013 年 Q4	
14	三星电子	8.5	66	800	2013 年 Q4	
15	北京京东方	8.5	132	1700	2013 年 Q1	
16	华星光电	8.5	120	1500	2011 年 Q3	
17	中电熊猫	6	96	500	2011 年 Q1	
18	合肥京东方	6	108	600	2010 年 Q4	
19	厦门天马	5.5	36	120	2012 年 Q4	
20	北京京东方	5	120	380	2005 年 Q1	
21	中航光电	5	120	380	-	
22	深超光电	5	120	380	2009 年 Q1	
23	龙腾光电	5	132	400	2006 年 Q3	
24	成都天马	4.5	36	60	2010 年 Q2	
25	武汉天马	4.5	36	60	2010 年 Q4	
26	成都京东方	4.5	36	60	2009 年 Q3	
27	上海天马	4.5	36	60	2007 年 Q4	

资料来源：《三利谱招股说明书》，长城证券研究所整理

根据对国内 4.5 代线以上的液晶面板生产线产能情况统计，国内已投产的液晶面板生产线在满产状态下偏光片理论需求量约为每年 12,460 万平方米；未来三年，预计京东方、惠科、中国电子、华星光电规划建设的一条 10.5 代、三条 8.5 代、一条 6 代和一条 11 代液晶面板生产线规划在建，达产后偏光片理论年需求量还将新增约 9,390 万平方米，预计到 2018 年国内偏光片年需求量将达到 2 亿多平方米。根据 Displaybank 数据显示，2018 年中国大陆偏光片产能约为 1.5 亿平方米，仍存在产能缺口。



图 10: 中国偏光片供需情况

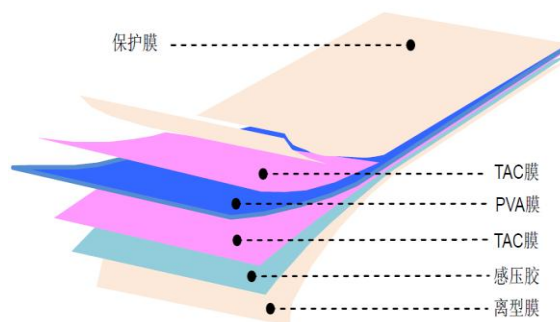


资料来源: Displaybank, 长城证券研究所整理

## 2. PVA 光学膜的进口替代空间巨大

偏光片是一种复合膜，它是由偏光膜（PVA）、保护膜（TAC）、压敏胶层、离型膜、保护膜、光学补偿膜等复合而成，基本结构是两层 TAC 膜夹一层拉伸后的 PVA 膜。PVA 膜是一种高分子聚合物，用各类具有二向色性的有机染料进行染色，同时在一定的温度和湿度的条件下进行延伸，使其吸收二向色性染料形成偏振性能，在脱水、烘干后形成偏光片原膜。但 PVA 膜具有亲水性，在湿热的环境中会很快变形、收缩、松弛、衰退、且强度很低，质脆易破，不便于使用加工，因此在膜两边都复合上一层强度高，透光率高而又耐湿热的 TAC 膜，起到保护作用。

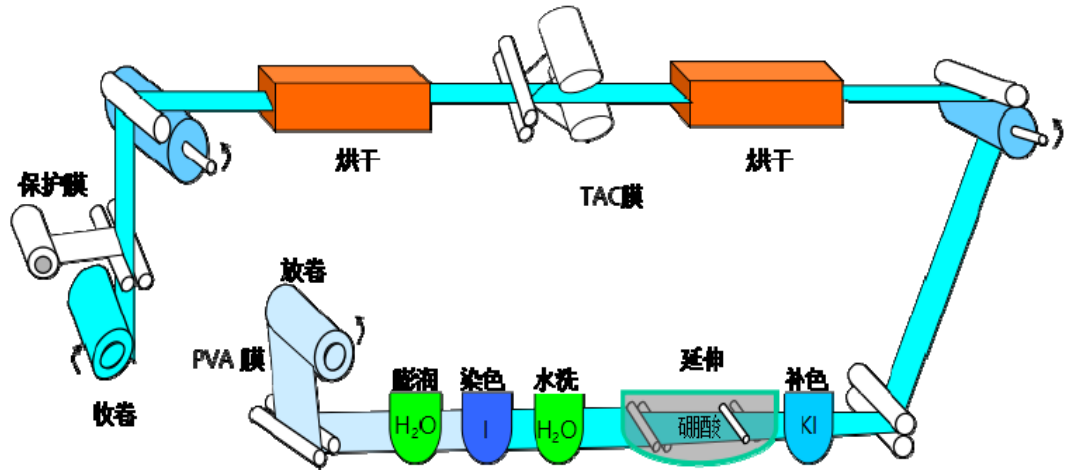
图 11: 偏光片的结构



资料来源: 长城证券研究所整理

在生产偏光片所需的各膜层中，TAC 膜和 PVA 膜是最主要的膜层，其技术和产品主要被日本企业掌控。日本富士胶片占据 TAC 膜主要市场份额，日本可乐丽占据 PVA 膜的主要市场份额。

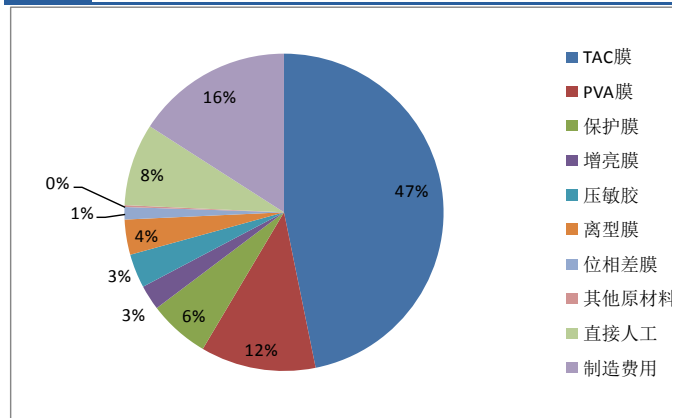
图 12: 偏光片的生产过程



资料来源：长城证券研究所整理

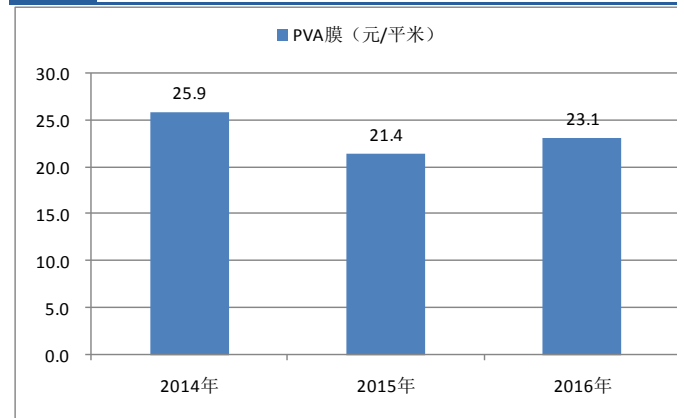
在偏光片的生产成本中，PVA膜约占成本的12%左右。近年来，国内TFT-LCD用偏光片的PVA膜价格约在20元/平米左右。

图 13: 偏光片的生产成本分布



资料来源：长城证券研究所整理

图 14: PVA 光学膜的价格



资料来源：长城证券研究所整理

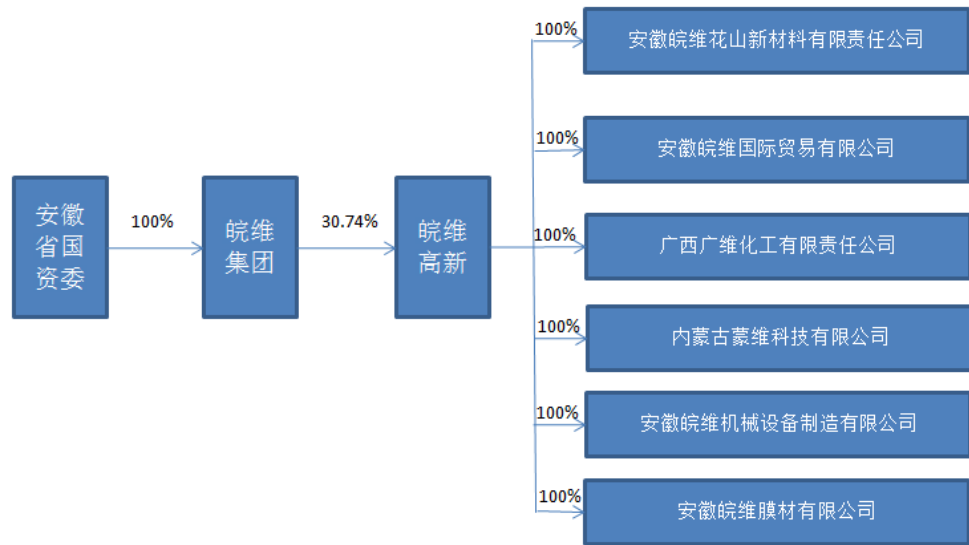
目前偏光片用PVA膜呈现日本可乐丽一家独大的局面。PVA膜的中国生产企业中：长春化工（合资企业）于2013年投资建设了第2条PVA膜宽幅生产线；皖维高新（内资企业）生产的PVA膜已进入部分国内偏光片生产企业的供应链体系。

### 3. 皖维高新是国内PVA行业的龙头企业

#### 3.1 公司是国内PVA龙头企业，市占率第一

公司位于安徽巢湖，是国内PVA行业龙头，国内市场份额第一。公司实际控制人为安徽省国资委。目前拥有安徽本部、内蒙蒙维和广西广维三个生产基地。产品方面，在主营产品PVA产业链上进行延伸，目前产品包括水泥熟料、醋酸乙烯、VAE、普通和特种PVA、高强高模PVA、PVA光学膜和PVB树脂等。

图 15: 公司股权结构

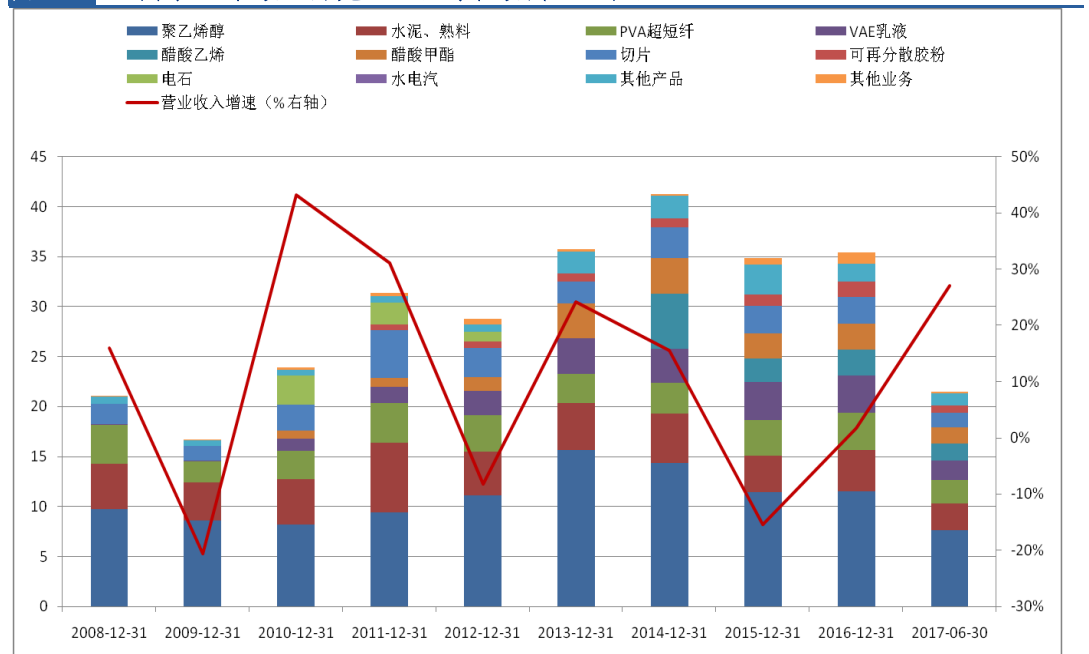


资料来源：长城证券研究所，公司资料

公司营收存在明显周期性，尤其与房地产以及纺织业相关性较强。受到产能过剩和下游低迷影响，PVA 价格在 2015 年持续走低，2015 年公司实现营收 34.85 亿元，同比下滑 15.55%，实现净利润 1.09 亿元，同比下滑 40.6%；2016 年下半年至今，国内化工品价格普遍反弹，PVA 价格也开始上涨，2016 年公司实现营收 35.43 亿元，同比增长 1.69%，实现净利润 1.1 亿元，同比增长 0.89%；2017H1 年公司实现营收 21.49 亿元，同比增长 27.07%，实现净利润 7325 万元，同比增长 19.36%；PVA 行情好转。

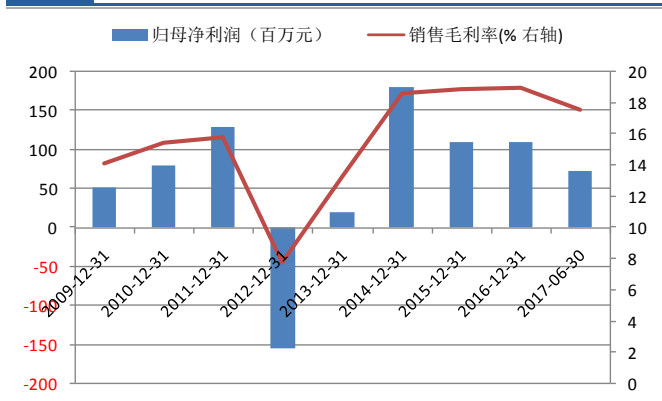
公司专注 PVA 产业链，产品布局合理，2017 年 H1 营收中，PVA 占比 34.71%，醋酸乙烯 13.5%，PVA 超短纤 7.29%，VAE 乳液 8.27%，水泥熟料 12.14%，醋酸甲酯 8.53%。

图 16：公司各产品营收（万元，左）与营收同比（右）



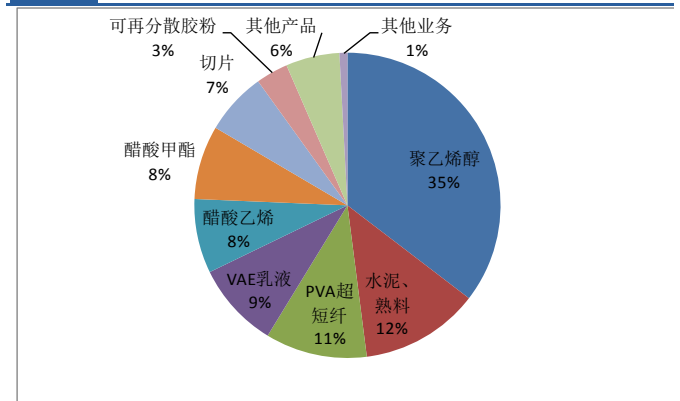
资料来源：长城证券研究所，公司资料

图 17: 2008 年至 2017H1 营业利润与净利润 (万元)



资料来源: 长城证券研究所, 公司资料

图 18: 2017H1 公司各产品营收比例

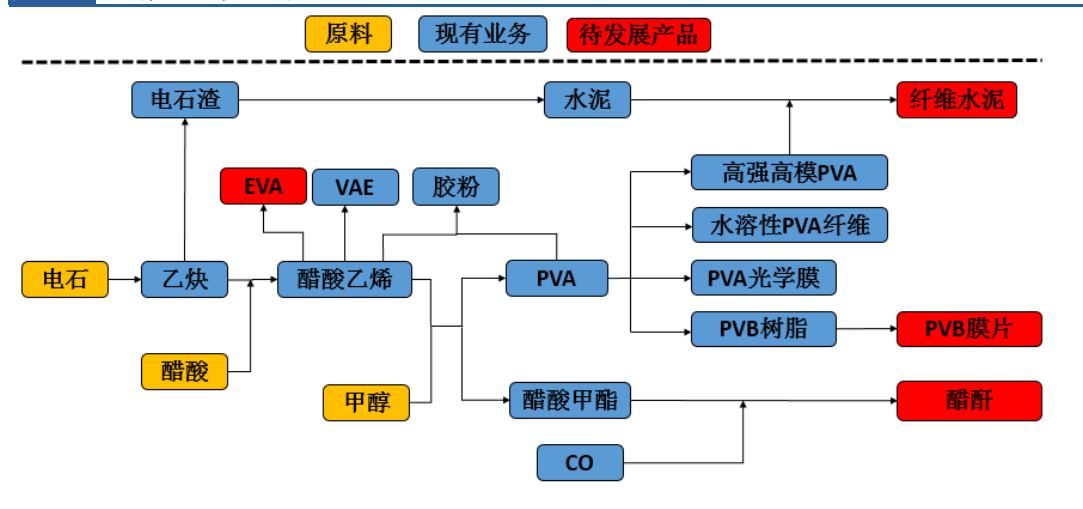


资料来源: 长城证券研究所, 公司资料

### 3.2 公司产品线齐全，盈利能力较强

公司是国内产业链最齐全的 PVA 厂家之一，现有年产 35 万吨 PVA、3.5 万吨高强高模 PVA 纤维、400 万吨水泥熟料、6 万吨差别化聚酯切片、6 万吨 VAE、2 万吨可再分散性胶粉、500 万平方米 PVA 光学膜、8000 吨 PVB 树脂、5 万吨醋酐、4.5 亿千瓦时余热发电的产能。

图 19: 公司产业链示意图

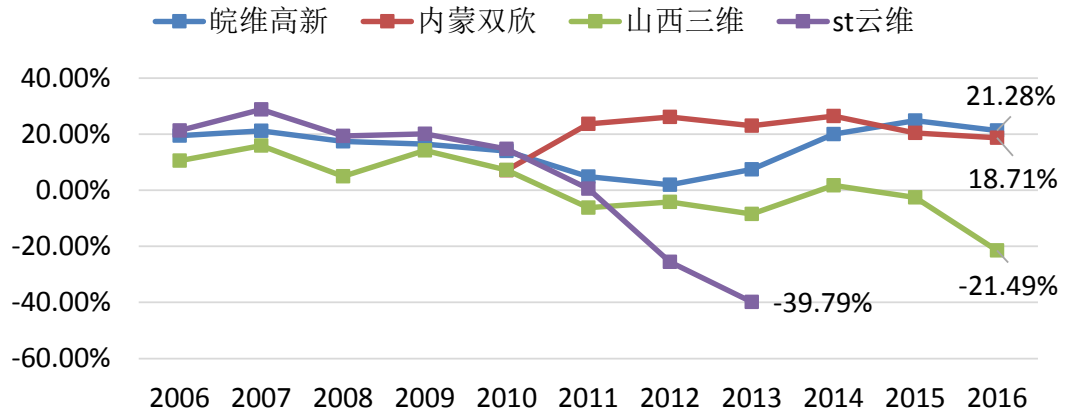


资料来源: 长城证券研究所, 公司资料

2016 年，公司聚乙烯醇 (PVA) 产品的产销量和市场占有率均超过国内市场的 30% 以上，生产能力位居全国第一、世界前列；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 80%，国际市场占有率为 45% 左右；其他公司产品如水泥、熟料、可再分散性胶粉、PVB 树脂都成为了同行业的知名品牌产品。

公司对 PVA 主要产品的市场拥有定价引导能力，公司 PVA 产品盈利能力优势明显，2016 年中期达到 21.28%，高于内蒙双欣同期 18.71% 和山西三维 21.49% 的毛利率。其中还不包括高强高模 PVA 等利润率更高的 PVA 下游产品。

图 20: 公司 PVA 业务毛利水平领先同行业

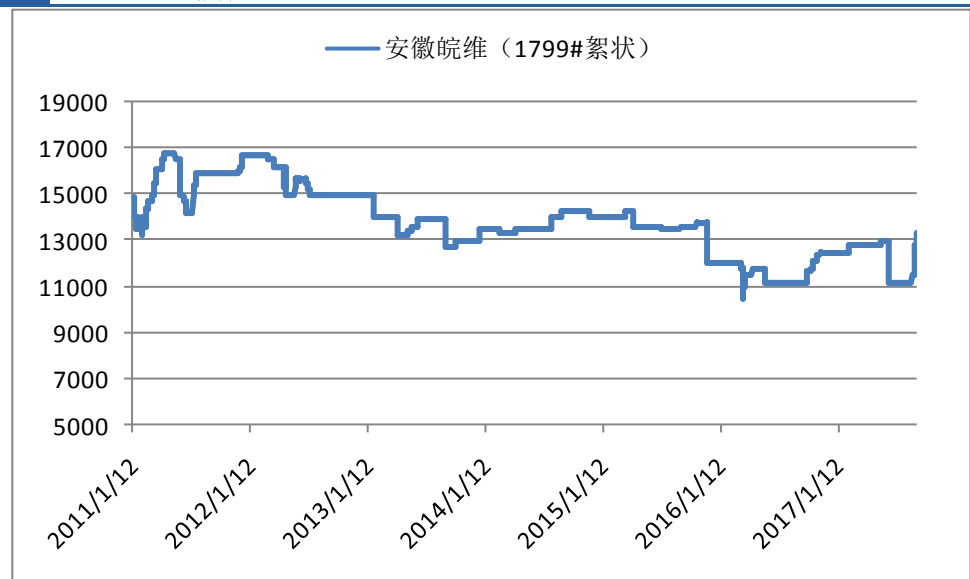


资料来源：长城证券研究所，公司资料

### 3.3 PVA 价格有望上行

受到行业产能过剩和下游产业低迷的影响，PVA 价格从 2011 年起持续下跌，皖维 PVA（1799#絮状）从 2011 年的 1.7 万/吨下行至 2016 年 7 月的 1.1 万/吨。2016 年下半年至今，国内化工品价格普遍上涨，PVA 价格已由 1.1 万/吨反弹至 1.3 万/吨。我们认为 PVA 价格未来有望继续上行。

图 21: PVA 现货价格触底反弹



资料来源：长城证券研究所，万得资讯

#### 3.3.1 部分产能实质性退出，产业集中度上升

目前国内聚乙烯醇产能为 124.6 万吨，而实际消费量只有 60 万吨左右，行业产能过剩。近年来，国外老牌 PVA 生产商如可乐丽、塞拉尼斯、杜邦等均已不再新增传统 PVA 产能，并逐步退出转而发展 PVA 下游新型应用材料，国内中东部 PVA 生产商也因其成本较高而陆续关停或向下游转型，国内 PVA 行业面临重新洗牌的新局面，而皖维高新等市场占有率高、技术先进、成本低、效益好的优势龙头企业将会在行业洗牌中获得更大的发

展空间。

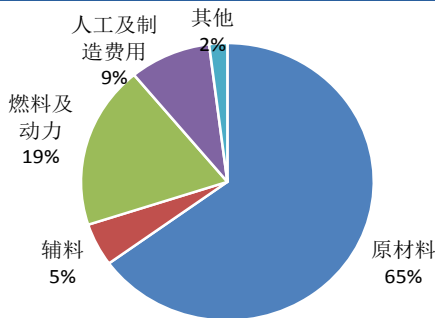
随着生产能力逐渐向产能较大、技术先进、具有成本控制优势的少数企业集聚，如蒙维、川维、内蒙双欣等均保持高开工率，2010年到2015年行业前四名占有率从51.9%上升到了70.6%，集中度显著提升。我们看好产业集中后行业龙头议价能力的提升。

### 3.3.2 原材料价格上涨，PVA 获得成本支撑

根据我们的测算，PVA 生产成本中，原材料（包括电石、醋酸、甲醇）占比为 65%，辅料（包括液氯、液碱、活性炭等）占比为 5%，燃料及动力（包括蒸汽、电等）占比为 18%，人工及制造费用占比为 9%，其他（冷冻、空分）占比为 2%。其中三样原材料成本中，电石占比达到 92%，醋酸和甲醇占比分别为 4.5% 和 3.5%。

电石价格在产能过剩之下连年下行，在环保和去产能双重重压之下，产能退出效果明显。电石价格于 2016 年下半年出现明显回升，对 PVA 价格形成有力支撑。

图 22: PVA 成本构成



资料来源：长城证券研究所

图 23: 电石价格触底反弹（元/吨）



资料来源：长城证券研究所，万得资讯

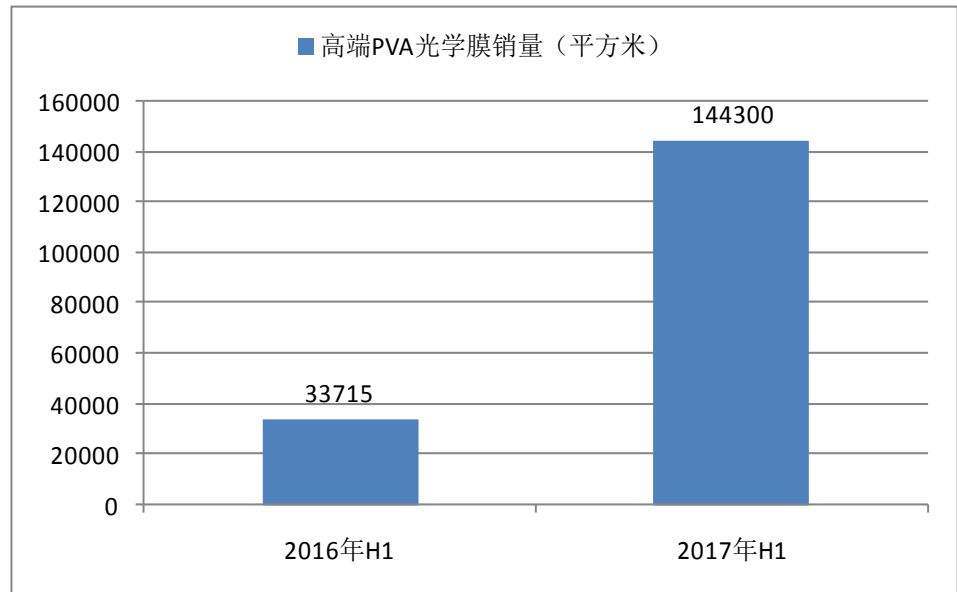
## 4. 皖维 PVA 光学膜已为国内偏光片企业批量供货

皖维高新是国内少数几家能批量生产 PVA 光学膜的内资企业之一。公司 PVA 光学膜业务由全资子公司皖维膜材生产。2017 年上半年，公司提高了 PVA 光学膜的产品档次和附加值，加大了 PVA 光学薄膜产品的研发力度，停止了低端 PVA 膜产品的生产与销售，集中力量研发生产中高端 PVA 膜产品。2017 年上半年，公司销售高端 PVA 光学薄膜 14.4 万平方米，是上年同期的 4.28 倍。国内部分的偏光片生产企业（如三利谱等）已将公司 PVA 光学膜纳入供应链体系。

国内外在含有 PVA 成分的塑料薄膜生产技术上，一般采用流延成膜法、干法造粒和湿法挤出吹膜法等生产技术。皖维高新采用流延成膜法生产 PVA 光学膜。同目前主流的厂家相比，皖维高新研发起步较晚，实力依然有差距，但是产品性能上已经能够满足国内企业的需求，只是在产品认可度上还需要时间的验证。我们期待公司 PVA 光学膜产品能逐步进入更多的内外资偏光片生产企业，实现国内 PVA 光学膜的完全进口替代。

图 24: 皖维高新的高端 PVA 光学膜的销量情况





资料来源：长城证券研究所整理

## 5. 投资建议及盈利预测

皖维高新作为国内 PVA 行业龙头优质企业，在规模、品类和技术上均较同行业公司有较大优势，拥有较大的业绩弹性，有望充分受益于 PVA 价格上行。公司 PVA 光学膜已进入国内部分偏光片生产企业的供应链体系，随着偏光片的国产化进程加速，公司 PVA 光学膜业务有望明显受益。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.10，0.18 和 0.22 元，对应当前股价 PE 为 46X，25X 和 20X，上调至“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

PVA 产品价格下滑；PVA 光学膜业务拓展低于预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3,484.64	3,543.44	4,245.04	5,009.14	5,785.56	<b>成长性</b>					
营业成本	2,826.65	2,872.04	3,366.31	3,847.02	4,408.60	营业收入增长	-15.5%	1.7%	19.8%	18.0%	15.5%
销售费用	100.79	119.79	182.54	215.39	248.78	营业成本增长	-15.9%	1.6%	17.2%	14.3%	14.6%
管理费用	317.22	357.64	403.28	475.87	549.63	营业利润增长	-45.4%	-2.7%	99.1%	93.6%	27.1%
财务费用	122.70	72.12	74.95	53.06	46.39	利润总额增长	-41.8%	-4.7%	80.8%	81.8%	25.2%
投资净收益	34.04	4.79	20.00	20.00	20.00	净利润增长	-39.3%	0.9%	70.4%	81.8%	25.2%
<b>营业利润</b>	107.18	104.30	207.69	402.10	510.92	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	30.74	27.16	30.00	30.00	30.00	毛利率	18.9%	18.9%	20.7%	23.2%	23.8%
<b>利润总额</b>	137.92	131.45	237.69	432.10	540.92	销售净利率	3.1%	3.1%	4.4%	6.8%	7.4%
所得税	28.69	21.25	49.92	90.74	113.59	ROE	3.0%	3.0%	3.7%	6.3%	7.4%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.9%	2.2%	3.2%	4.8%	5.7%
<b>净利润</b>	109.23	110.21	187.78	341.36	427.33	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>					(百万)	销售费用/营业收入	2.9%	3.4%	4.3%	4.3%	4.3%
<b>流动资产</b>	1,358.06	1,831.50	1,753.05	2,038.43	2,343.04	管理费用/营业收入	9.1%	10.1%	9.5%	9.5%	9.5%
货币资金	246.41	289.97	424.50	500.91	578.56	财务费用/营业收入	3.5%	2.0%	1.8%	1.1%	0.8%
应收帐款	281.43	401.98	364.78	430.44	497.16	投资收益/营业利润	31.8%	4.6%	9.6%	5.0%	3.9%
应收票据	240.26	409.75	292.91	345.63	399.20	所得税/利润总额	20.8%	16.2%	21.0%	21.0%	21.0%
存货	462.23	490.41	548.39	626.52	717.92	应收帐款周转率	15.00	10.37	11.07	12.60	12.47
非流动资产	6,085.55	6,881.55	7,291.45	7,752.43	8,236.87	存货周转率	6.41	6.03	6.48	6.55	6.56
固定资产	3,545.29	0.00	207.86	443.04	702.61	流动资产周转率	2.55	2.22	2.37	2.64	2.64
资产总计	7,443.61	8,713.05	9,044.50	9,790.85	10,579.91	总资产周转率	0.47	0.44	0.48	0.53	0.57
<b>流动负债</b>	2,871.51	4,027.36	2,655.35	2,701.55	2,717.38	<b>偿债能力</b>					
短期贷款	2,111.80	2,378.76	1,433.24	1,302.88	1,113.96	资产负债率	50.7%	58.2%	43.4%	44.7%	45.3%
应付款项	642.11	1,211.62	1,102.27	1,259.30	1,443.02	流动比率	0.47	0.45	0.66	0.75	0.86
非流动负债	902.64	1,042.37	1,274.22	1,674.22	2,074.22	速动比率	0.31	0.33	0.45	0.52	0.60
长期借款	330.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	3,774.16	5,069.73	3,929.57	4,375.77	4,791.60	EPS	0.06	0.06	0.10	0.18	0.22
股东权益	3,669.49	3,643.32	5,114.93	5,415.08	5,788.31	每股净资产	1.91	1.89	2.66	2.81	3.01
股本	1,645.89	1,645.89	1,925.89	1,925.89	1,925.89	每股经营现金流	0.44	0.30	0.05	0.29	0.35
留存收益	2,023.56	1,997.42	3,189.04	3,489.19	3,862.42	每股经营现金/EPS	7.75	5.23	0.50	1.64	1.56
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值</b>					
负债和权益总计	7,443.61	8,713.05	9,044.50	9,790.85	10,579.91	PE	79.52	78.81	46.26	25.44	20.33
<b>现金流量表</b>					(百万)	PEG	2.56	1.04	0.91	1.01	-
经营活动现金流	846.51	576.09	93.42	561.49	666.34	PB	2.37	2.38	1.70	1.60	1.50
其中营运资本减少	-323.45	-3,604.82	-156.94	168.59	179.74	EV/EBITDA	16.78	18.93	30.51	18.42	14.46
投资活动现金流	-898.84	-1,090.50	-212.25	-250.46	-289.28	EV/SALES	2.83	2.77	2.09	1.74	1.48
其中资本支出	-776.57	-1,127.51	-212.25	-250.46	-289.28	EV/IC	1.61	1.63	1.35	1.30	1.24
融资活动现金流	-7.11	527.36	253.37	-234.62	-299.42	ROIC/WACC	0.43	0.32	0.46	0.70	0.82
净现金总变化	-59.44	12.95	134.54	76.41	77.64	REP	3.56	4.54	2.62	1.63	1.30

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

## 研究员介绍及承诺

**顾锐:** 2009年至2015年任职于中山证券。2016年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

**杨超:** 2006-2012年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012年加入长城证券，任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

### 北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编: 200126 传真: 021-31829681  
网址: <http://www.cgws.com>