

## 业绩环比持续改善，汽车级 PVB 有望迎来突破

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年度业绩预告，2023 年上半年预计实现归母净利润 3.2 亿元-3.6 亿元，同比下降 66.7%-62.5%，单二季度环比上升 46.2%-76.9%；预计实现扣非净利润 2.7-3.1 亿元，同比下降 72.7%-68.6%。
- **业绩环比改善明显，趋势有望持续。**2023 年上半年公司预计实现归母净利润 3.2 亿元-3.6 亿元，同比下降 66.7%-62.5%，单二季度环比上升 46.2%-76.9%。上半年业绩同比降低，系公司主营产品的内外贸市场价格均出现不同幅度下跌，盈利空间收窄：根据卓创资讯，2023 年上半年聚乙烯醇（100-27#）市场均价约为 13641 元/吨，较 2022 年上半年同比-35.9%；国内醋酸乙烯均价为 6947 元/吨，较上年同期-52.45%；聚酯切片市场均价 6766 元/吨，同比-8.8%。  
上半年 PVA 市场价格波动较大主要原因有：（1）从成本端来看，2023 年上半年上游原材料电石价格持续下跌，导致电石法成本对市场价格支撑力度降低；（2）从需求端来看，2023Q1 大部分下游集中补库，2023Q2 需求端没有显著改善。
- **短期看：**5 月份以来，PVA 库存有下降趋势，厂商装置负荷偏低仅有 50% 左右，部分厂商有检修计划，预估 7 月份聚乙烯醇产品产量为 4.5 万吨，较 6 月份降幅 12.33%，市场供应端短期有缩减预期，需求端自 4 月份以来，PVA 表观消费量边际改善；**长期看，**国内 PVA 行业完成洗牌，2022 年湘维 10 万吨装置部分复产，未来无其他新增产能，我国是全球最主要的聚乙烯醇消费市场，近年来 PVB、PVA 水溶膜等高附加值新兴领域对聚乙烯醇的需求占比不断提升，我国 PVA 消费结构中 PVB、PVA 膜等高端需求占比相对较低，在相关领域具有较大的市场提升空间，长期价格中枢有望上行。
- **产能扩张、技术优化，公司汽车级 PVB 有望迎来突破。**PVB 中间膜市场几乎被海外巨头垄断，我国现有产能 10.9 万吨，只能参与低端竞争，2021 年国内 PVB 中间膜市场需求量 80 万吨，需求缺口巨大。下游应用包括建筑外墙玻璃，太阳能电池板封装，和汽车夹层玻璃中的 PVB 胶膜尚未实现国产化。目前公司 PVB 中间膜已有产能 2 万吨，在建产能 2 万吨，汽车级 PVB 中间膜已向下游厂商送检试用，皖维高新作为中国唯一一家 PVA—PVB 树脂—PVB 胶片的全产业链企业，汽车级 PVB 有望迎来突破。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.44 元、0.79 元、1.02 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、7 倍、5 倍，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 6.60 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9942.00	9895.62	12193.60	14556.60
增长率	22.69%	-0.47%	23.22%	19.38%
归属母公司净利润（百万元）	1369.28	956.69	1706.35	2199.09
增长率	39.42%	-30.13%	78.36%	28.88%
每股收益 EPS（元）	0.63	0.44	0.79	1.02
净资产收益率 ROE	17.46%	12.12%	9.35%	23.01%
PE	8	12	7	5
PB	1.45	1.31	1.12	0.94

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：黄寅斌  
执业证号：S1250523030001  
电话：13316443450  
邮箱：hyb@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.59
流通 A 股(亿股)	19.26
52 周内股价区间(元)	4.92-10.91
总市值(亿元)	114.66
总资产(亿元)	123.10
每股净资产(元)	3.47

### 相关研究

1. 皖维高新(600063)：业务多点开花，“腾笼换鸟”迈入新阶段 (2023-04-22)
2. 皖维高新(600063)：业绩创新高，新材料项目打开成长空间 (2023-03-28)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司 PVA 总产能 31 万吨/年，其中 6 万吨乙烯法 PVA 产能将于 2025 年投产，预计 2023-2025 年销量分别为 21、21、25 万吨，价格综合 2023 年上半年均价、行业整体供需判断 2023-2025 年的均价分别为 1.4 万元/吨、1.7 万元/吨 1.8 万元/吨，毛利率分别 20%、30%、35%；

假设 2：预计 2023-2025 年公司醋酸乙烯销量 15、18、20 万吨，价格综合 2023 年上半年均价、行业整体供需判断 2023-2025 年的均价为 7000 元/吨，毛利率均为 20%；

假设 3：公司水泥熟料年产能均为 450 万吨，其中，水泥 2023-2025 年销量预计 320、330、350 万吨，价格预计 300 元/吨，熟料 2023-2025 年销量均为 60 万吨，价格预计 300 元/吨，毛利率 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
PVA	收入	3735.4	2940.0	3570.0	4500.0
	增速	37.9%	-19.7%	26.0%	25.7%
	毛利率	36.7%	20.0%	30.0%	35.0%
醋酸乙烯	收入	1071.6	1050.0	1260.0	1400.0
	增速	56.7%	-2.0%	20.0%	11.1%
	毛利率	34.0%	20.0%	20.0%	20.0%
水泥熟料	收入	965.4	1140.0	1170.0	1230.0
	增速	-16.6%	18.1%	2.6%	5.1%
	毛利率	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
VAE 乳液	收入	582.6	630.0	700.0	770.0
	增速	-1.6%	8.1%	11.1%	10.0%
	毛利率	23.4%	20.0%	20.0%	20.0%
PVA 超短纤	收入	487.6	625.0	700.0	750.0
	增速	-6.8%	28.2%	12.0%	7.1%
	毛利率	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
醋酸甲酯	收入	550.0	560.0	570.0	580.0
	增速	-6.7%	1.8%	1.8%	1.8%
	毛利率	2.2%	3.0%	5.0%	5.5%
胶粉	收入	469.2	560.0	574.0	980.0
	增速	27.6%	19.4%	2.5%	70.7%
	毛利率	13.3%	20.0%	20.0%	20.0%
切片	收入	495.7	613.2	1110.0	1110.0
	增速	47.5%	23.7%	81.0%	0.0%
	毛利率	7.1%	12.0%	12.0%	12.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
PVB 树脂	收入	240.0	240.0	240.0	240.0
	增速	-11.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	22.0%	21.5%	21.5%	21.5%
光学膜	收入	42.0	115.6	119.0	136.0
	增速	62.3%	175.2%	2.9%	14.3%
	毛利率	0.6%	15.0%	17.0%	18.0%
偏光片	收入	—	175.0	200.0	250.0
	增速	—	—	14.3%	25.0%
	毛利率	—	10.0%	10.0%	10.0%
PVB 膜	收入	326.1	810.0	1260.0	1890.0
	增速	—	148.4%	55.6%	50.0%
	毛利率	30.5%	38.0%	42.0%	48.0%
合计	收入	9942.0	9895.6	12193.6	14556.6
	增速	22.7%	-0.5%	23.2%	19.4%
	毛利率	25.3%	19.0%	24.8%	27.9%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 99.0 亿元 (-0.5%)、121.9 亿元 (+23.2%) 和 145.6 亿元 (+19.4%)，归母净利润分别为 9.6 亿元 (-30.1%)、17.1 亿元 (+78.4%)、22.0 亿元 (+28.9%)，2023-2025 年 EPS 分别为 0.44 元、0.79 元、1.02 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、7 倍、5 倍，维持“买入”评级。

综合考虑业务范围，选取中泰化学、万华化学两家上市公司作为可比公司，可比公司 2023 年平均估值 23 倍。给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 6.60 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002092.SZ	中泰化学	168	6.50	0.27	0.21	0.41	0.43	27.17	31.51	15.83	15.24
600309.SH	万华化学	2810	89.50	5.17	6.51	8.00	9.22	17.92	13.75	11.19	9.71
平均值								22.55	22.63	13.51	12.48
600063.SH	皖维高新	113	5.22	0.63	0.44	0.79	1.02	8	12	7	5

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：股价为 7 月 11 日收盘价

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9942.00	9895.62	12193.60	14556.60	净利润	1359.91	952.49	1697.53	2185.90
营业成本	7429.38	8014.93	9172.72	10500.87	折旧与摊销	425.05	461.85	494.84	522.59
营业税金及附加	85.53	89.02	108.10	129.68	财务费用	-1.89	97.39	72.64	70.46
销售费用	40.52	45.29	53.77	64.19	资产减值损失	-2.11	-2.11	-19.82	-28.68
管理费用	331.81	395.82	483.45	577.14	经营营运资本变动	189.56	188.76	-164.24	-209.20
财务费用	-1.89	97.39	72.64	70.46	其他	320.16	1.56	36.76	70.88
资产减值损失	-2.11	-2.11	-19.82	-28.68	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2290.67</b>	<b>1699.94</b>	<b>2117.71</b>	<b>2611.96</b>
投资收益	8.08	8.00	2.56	6.25	资本支出	-452.14	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	12.81	5.38	7.13	8.44	其他	-1286.21	-72.61	-76.30	-71.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1738.35</b>	<b>-572.61</b>	<b>-576.30</b>	<b>-571.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>1586.39</b>	<b>1268.65</b>	<b>2332.43</b>	<b>3257.62</b>	短期借款	230.20	-92.43	-15.12	40.89
其他非经营损益	-70.78	-49.07	-54.08	-56.99	长期借款	-190.00	-200.00	-200.00	-200.00
<b>利润总额</b>	<b>1515.61</b>	<b>1219.58</b>	<b>2278.35</b>	<b>3200.63</b>	股权融资	310.01	0.00	0.00	0.00
所得税	155.70	177.08	330.82	464.73	支付股利	-192.59	-273.86	-191.34	-341.27
净利润	1359.91	1042.49	1947.53	2735.90	其他	-534.34	78.40	-63.68	-37.68
少数股东损益	-9.37	-4.20	-8.82	-13.19	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-376.71</b>	<b>-487.88</b>	<b>-470.14</b>	<b>-538.07</b>
归属母公司股东净利润	1369.28	956.69	1706.35	2199.09	<b>现金流量净额</b>	<b>180.37</b>	<b>639.45</b>	<b>1071.28</b>	<b>1502.60</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3136.07	3775.52	4846.79	6349.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1616.84	1618.62	1979.63	2339.29	销售收入增长率	22.69%	-0.47%	23.22%	19.38%
存货	888.34	962.86	1119.18	1273.63	营业利润增长率	35.45%	-20.03%	83.85%	39.67%
其他流动资产	305.14	184.80	221.58	259.40	净利润增长率	39.05%	-23.34%	86.82%	40.48%
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	EBITDA 增长率	15.33%	-9.04%	58.65%	32.79%
投资性房地产	17.13	17.13	17.13	17.13	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5379.59	5492.22	5571.85	5623.74	毛利率	25.27%	19.01%	24.77%	27.86%
无形资产和开发支出	451.63	377.28	302.92	228.57	三费率	3.73%	5.44%	5.00%	4.89%
其他非流动资产	1450.60	1536.46	1622.33	1708.19	净利率	13.68%	10.53%	15.97%	18.79%
<b>资产总计</b>	<b>13245.45</b>	<b>13964.99</b>	<b>15681.52</b>	<b>17799.44</b>	ROE	17.46%	12.12%	19.35%	23.01%
短期借款	2060.21	1967.79	1952.67	1993.56	ROA	10.27%	7.47%	12.42%	15.37%
应付和预收款项	1955.45	2187.05	2546.13	2879.90	ROIC	17.75%	14.14%	24.18%	30.86%
长期借款	130.00	-70.00	-270.00	-470.00	EBITDA/销售收入	20.21%	18.47%	23.78%	26.45%
其他负债	1311.95	1278.41	1390.31	1503.67	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5457.61</b>	<b>5363.25</b>	<b>5619.11</b>	<b>5907.14</b>	总资产周转率	0.80	0.73	0.82	0.87
股本	2159.25	2159.25	2159.25	2159.25	固定资产周转率	2.48	2.21	2.54	2.92
资本公积	1675.95	1675.95	1675.95	1675.95	应收账款周转率	16.50	13.77	15.70	15.34
留存收益	3462.44	4145.27	5660.29	7518.11	存货周转率	8.09	8.49	8.73	8.73
归属母公司股东权益	7747.13	8565.22	10034.71	11877.79	销售商品提供劳务收到现金营业收入	91.49%	—	—	—
少数股东权益	40.72	36.52	27.70	14.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7787.85</b>	<b>8601.74</b>	<b>10062.41</b>	<b>11892.30</b>	资产负债率	41.20%	38.40%	35.83%	33.19%
负债和股东权益合计	13245.45	13964.99	15681.52	17799.44	带息债务/总负债	40.13%	35.39%	29.95%	25.79%
					流动比率	1.23	1.34	1.54	1.79
					速动比率	1.05	1.14	1.33	1.56
					股利支付率	14.07%	28.63%	11.21%	15.52%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2009.54	1827.88	2899.91	3850.67	每股收益	0.63	0.44	0.79	1.02
PE	8.18	11.71	6.57	5.10	每股净资产	3.59	3.97	4.65	5.50
PB	1.45	1.31	1.12	0.94	每股经营现金	1.06	0.79	0.98	1.21
PS	1.13	1.13	0.92	0.77	每股股利	0.09	0.13	0.09	0.16
EV/EBITDA	4.51	4.40	2.30	1.28					
股息率	1.72%	2.44%	1.71%	3.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn