

公司深度报告

2022年09月02日



東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

聚乙烯醇行业龙头，布局新材料引领未来

——皖维高新（600063.SH）首次覆盖报告

核心观点

聚乙烯醇行业龙头，全产业链布局清晰。公司深耕聚乙烯醇行业二十余年，已发展成为国内品种最齐全的聚乙烯醇行业龙头企业，2021年公司在国内聚乙烯醇行业市场占有率超30%。公司以PVA产业链为基础完善产业链布局，目前已形成五大产业链协同发展的格局。截至2022年7月末，公司拥有产品产能45万吨/年电石、31万吨/年PVA、500万平方米/年PVA光学膜、5000吨/年PVA树脂、7.5万吨/年PET聚酯切片、2万吨/年PVB树脂等。近年来，公司业绩稳步增长，2017-2021年公司归母净利润从0.85亿元增长至9.82亿元，年均复合增长率为84.36%；2022年上半年公司实现归母净利润9.6亿元，同比增长100.1%。

PVA行业格局改善，龙头优势凸显。“十三五”时期，受产业结构调整升级政策影响，国内聚乙烯醇行业去产能趋势明显。国内聚乙烯醇产能从2017年的124.6万吨下降至2019年的99.6万吨，下降25万吨，降幅为20.06%，并于2020-2021年维持在99.6万吨的水平。随着落后产能的逐步出清，PVA行业集中度显著提升，CR5从2018年的70.23%上升至2021年的85.34%，其中2021年公司产能占比达31.12%。公司行业龙头地位进一步稳固，在未来的行业格局中将具有显著的竞争优势。

布局新材料领域，国产替代空间大。一方面，公司积极拓宽PVA下游应用领域，包括PVB树脂、PVA光学膜等新材料领域。新材料领域需求稳步增长，有望带动PVA需求上行。另一方面，公司自主研发PVB树脂、PVA光学膜、高强高模PVA纤维技术，打破国外垄断，实施进口替代战略。其中全球约80%的PVB树脂市场份额由国际巨头垄断。2022年我国PVB树脂市场规模有望达到22亿元，进口替代空间大。此外，目前日本可乐丽和合成化学占据全球PVA光学膜99%以上的市场份额。国内少量中低端PVA光学膜供应商市场占有率不足1%，包括皖维高新和台湾长春。2020年国内PVA光学膜市场规模约为48亿元，国产替代空间巨大。

打造新材料产业集群，有望打开公司第二成长曲线。目前公司积极推进新材料在建拟建项目，其中预计于2022年三季度投产的项目包括700万平方米/年PVA光学薄膜项目、700万平方米/年偏光片项目、6万吨/年VAE乳液。此外，公司100%收购皖维皕盛进军PVB中间膜领域，打通PVA—PVB树脂—PVB中间膜完整产业链。公司是国内唯一一家拥有该全产业链的企业，有望受益于国内广阔的PVB中间膜市场空间。未来随着新材料产品逐步扩张，公司有望打开业绩增长空间。

投资建议

结合PVA行业格局改善和公司新项目投产进度，我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为17.88/20.26/22.67亿元，归母净利润对应EPS分别为0.93/1.05/1.18元。以2022年9月1日收盘价7.97元为基准，对应的PE分别为8.59/7.58/6.77倍。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

产品技术风险、原材料价格异常波动、环保政策升级等。

盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8103.15	10725.54	11528.58	12445.25
增长率(%)	14.88	32.36	7.49	7.95
归母净利润	982.13	1787.93	2026.14	2267.21
增长率(%)	60.68	82.05	13.32	11.90
EPS(元/股)	0.51	0.93	1.05	1.18
市盈率(P/E)	12.02	8.59	7.58	6.77
市净率(P/B)	1.87	1.94	1.58	1.31

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价为2022年9月1日收盘价

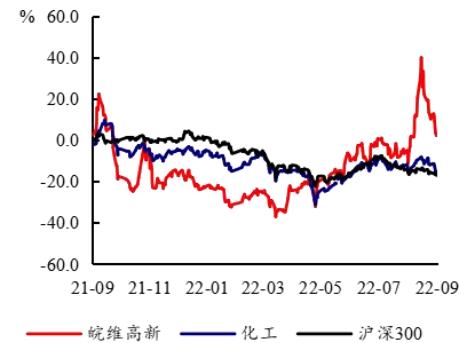
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1925.89
流通A股/B股(百万股)	1925.89/0.00
资产负债率(%)	44.44
每股净资产(元)	3.04
市净率(倍)	2.62
净资产收益率(加权)	8.26
12个月内最高/最低价	10.91/4.98

相关研究

正文目录

1. 公司：PVA 行业龙头，业绩稳步增长	4
1.1. 深耕聚乙烯醇行业、实施全产业链布局	4
1.2. 股权结构清晰、子公司业务布局明确	6
1.3. 业绩大幅提升，盈利能力增强	7
2. PVA 行业：行业格局改善、景气有望上行	10
2.1. 供给：落后产能出清、行业集中度提升	10
2.2. 需求：国内出口复苏，新材料贡献增量	13
2.2.1. 国内出口需求向上，产品向高端化转型	13
2.2.2. PVB 需求稳步增长、国产替代空间广阔	14
2.2.3. PVA 光学膜需求向好，进口替代空间广阔	17
3. 扩产+收购+技术并驱，打开公司成长空间	19
3.1. 推进新材料项目建设，打开业绩增长空间	19
3.2. 收购皖维皕盛、拓展 PVB 中间膜	20
3.3. 突破多项“卡脖子”难题，技术优势显著	22
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 公司 PVA 产品产业链的构成及循环路线	5
图表 3. 截至 2022 年 7 月末公司主要产品产能布局情况	6
图表 4. 公司股权结构	7
图表 5. 公司控股全资子公司相关情况	7
图表 6. 2017-2022H1 公司营业收入情况	8
图表 7. 2017-2022H1 公司归母净利润情况	8
图表 8. 2017-2021 公司营业收入构成情况	8
图表 9. 2017-2021 公司毛利润构成情况	8
图表 10. 2017-2022H1 公司毛利率、净利率情况	9
图表 11. 2017-2022H1 公司三费总费率情况	9
图表 12. 2017-2022H1 公司销售、管理、财务费用率情况	9
图表 13. 聚乙烯醇产品	10
图表 14. 聚乙烯醇基本性质	10
图表 15. 聚乙烯醇的三种生产工艺	11
图表 16. 2021 年国外聚乙烯醇主要生产工艺情况	11
图表 17. 2021 年国内聚乙烯醇主要生产工艺情况	11
图表 18. 聚乙烯醇产业链	12
图表 19. 2021 年国外聚乙烯醇主要生产工艺情况	12
图表 20. 2021 年国内聚乙烯醇主要生产工艺情况	12
图表 21. 2018 年、2021 年国内聚乙烯醇行业集中度情况	13
图表 22. 2021 年全球聚乙烯醇需求结构	13
图表 23. 2021 年国内聚乙烯醇需求结构	13
图表 24. 2018-2021 年中国聚乙烯醇需求量	14
图表 25. 2017-2021 年国内聚乙烯醇出口量	14
图表 26. 2017-2021 年国内聚乙烯醇进出口单价	14
图表 27. PVB 产业链	15
图表 28. 2021 年国内 PVB 中间膜下游消费结构	16

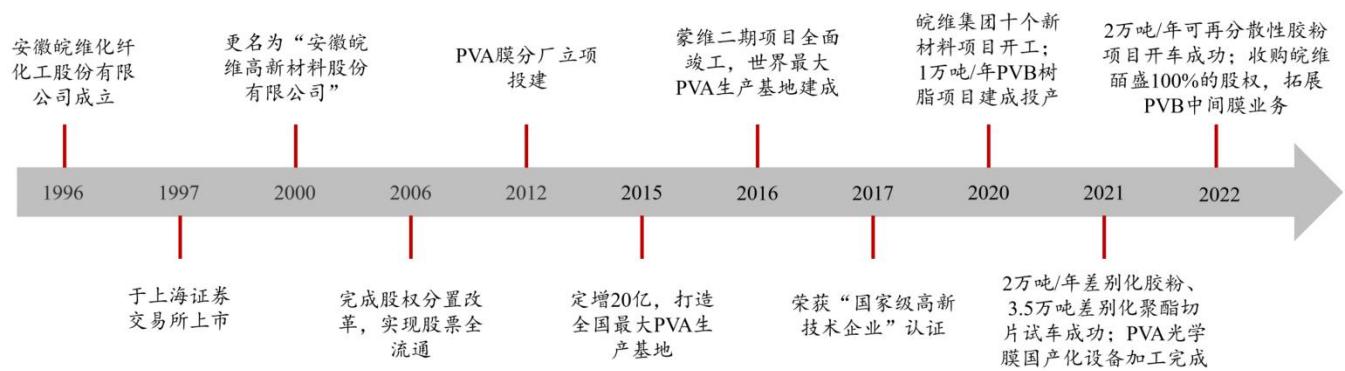
图表 29. 2010-2021 年国内夹层玻璃产量	16
图表 30. 2010-2021 年国内 PVB 中间膜需求	16
图表 31. 2022E-2025EPVB 中间膜市场需求	17
图表 32. PVA 光学膜产业链	18
图表 33. 2015-2020 年全球偏光片市场规模	19
图表 34. 2014-2021 年国内面板出货量情况	19
图表 35. 公司在建拟建项目情况	20
图表 36. 皖维皕盛 PVB 中间膜生产流程	21
图表 37. 收购前后皖维皕盛股权结构	21
图表 38. 2018-2021 年公司研发投入逐年增长	22
图表 39. 水泥熟料工艺流程	23

1. 公司：PVA 行业龙头，业绩稳步增长

1.1. 深耕聚乙烯醇行业、实施全产业链布局

公司深耕聚乙烯醇行业二十多年，为国内聚乙烯醇行业领军企业。公司前身为安徽化纤化工股份有限公司，成立于1996年，并于1997年在上海交易所上市。2006年公司完成股权分置改革，实现股票全流通。公司积极扩大现有产能规模并逐步向下游延伸。2016年公司建成世界最大的PVA生产基地。2020年皖维集团10个新材料项目开工，同年公司1万吨/年PVB树脂建成投产。2021年公司2万吨/年差别化胶粉、3.5万吨/年差别化聚酯切片试车成功，同年公司PVA光学膜国产化设备加工完成，实现“卡脖子”关键设备国产化。2022年公司收购皖维皕盛100%的股权，拓展PVB中间膜业务，进一步完善公司产业链。经过二十多年的发展，公司已成为国内品种最齐全的PVA行业龙头企业，根据公司公告，2021年公司聚乙烯醇在国内的市场占有率超过30%，此外公司主营产品均成为同行业内的知名品牌产品。

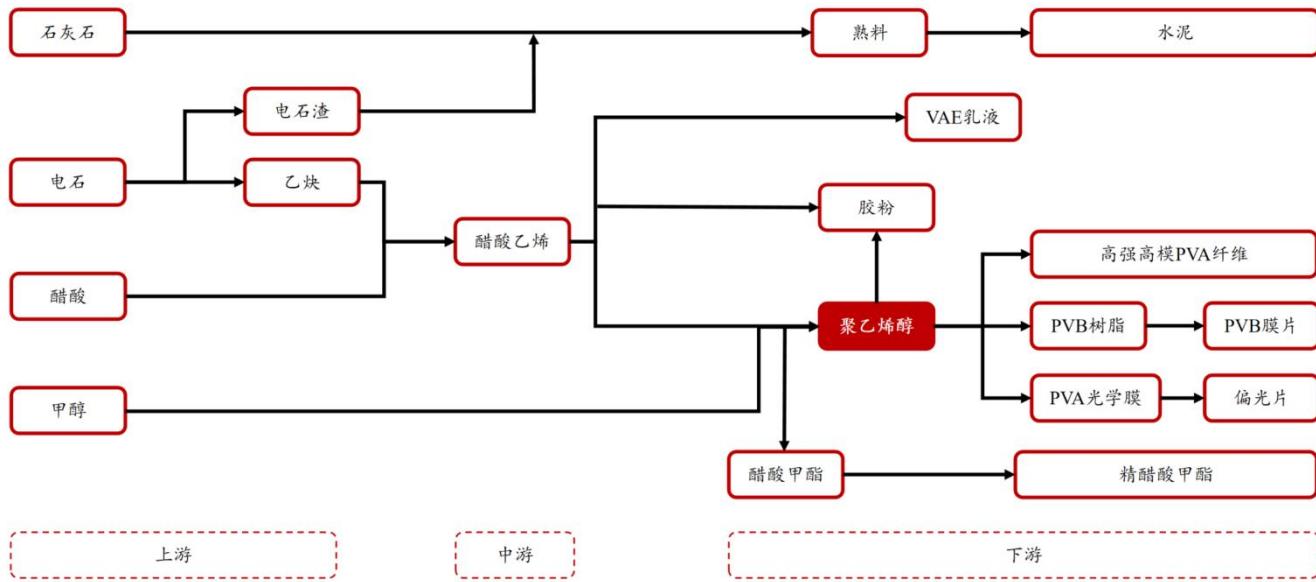
图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

公司以聚乙烯醇为基础，形成五大产业链协同发展格局。公司以PVA产业链为基础进行延伸和拓宽，逐步打造出五大产业链协同发展的格局。目前公司已形成的五大产业链包括电石—PVA—PVA纤维、膜用PVA—PVA光学薄膜、PVA—PVB—PVB胶片、废糖蜜—酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAE—可再分散乳胶粉。“十四五”时期，公司将围绕五大产业链，实施“腾笼换鸟”战略，加快项目建设进度以及投产进度，构建新材料产业集群，进一步增强公司的竞争优势。

图表 2. 公司 PVA 产品产业链的构成及循环路线



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

目前公司拥有三大生产基地、四大业务板块。目前公司三大生产基地包括安徽、内蒙古（蒙维）和广西皖维，产品覆盖化工、化纤、新材料和建材四大板块。截至 2022 年 7 月末，公司化工产品产能包括 31 万吨/年 PVA、45 万吨/年电石；化纤产品产能包括 3 万吨/年 PVA 纤维；新材料产品产能包括 500 万平方米/年 PVA 光学膜、5000 吨/年 PVA 树脂、6 万吨/年 VAE、4 万吨/年可再分散性胶粉、7.5 万吨/年 PET 聚酯切片、2 万吨/年 PVB 树脂；建材产品产能包括 300 万吨/年的水泥/熟料。

图表 3. 截至 2022 年 7 月末公司主要产品产能布局情况

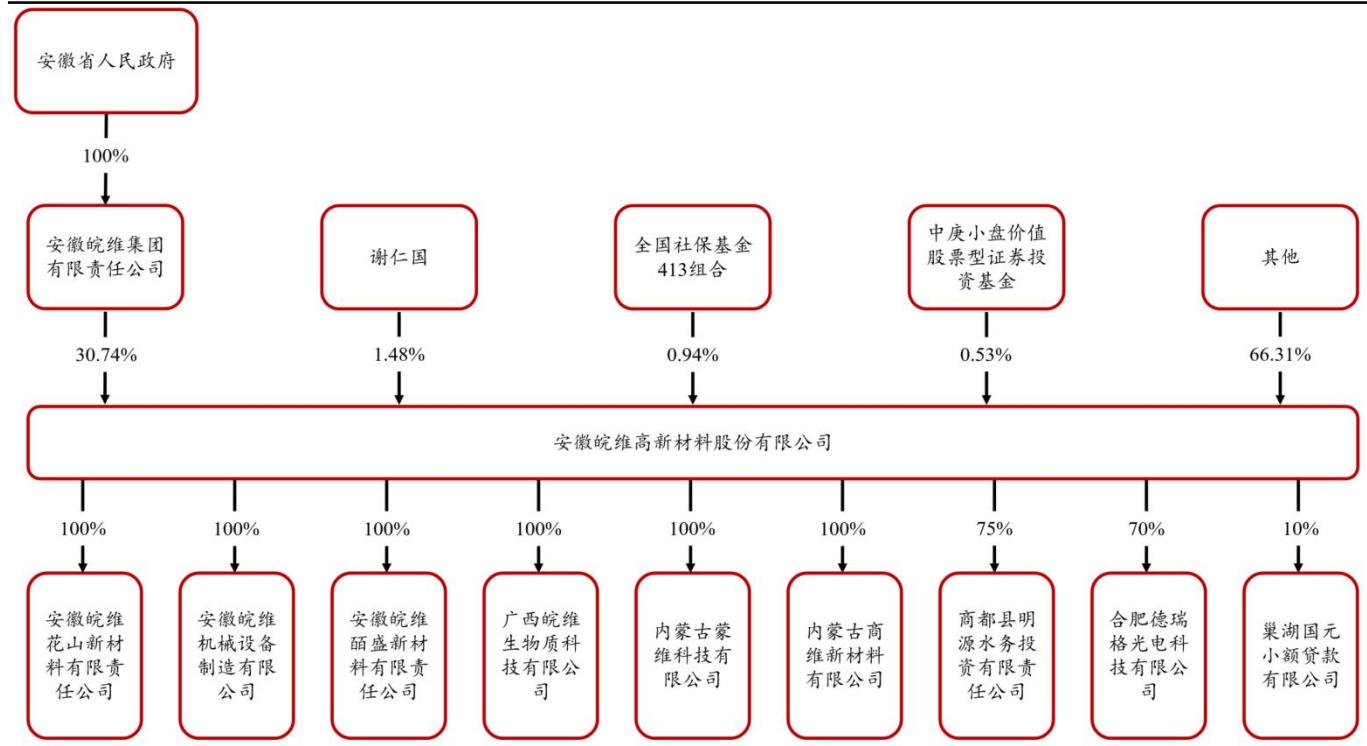
主营产品	设计产能	在建产能	单位	生产厂区	所属行业
PVA	6	-	万吨/年	安徽本部	化工
	20	-	万吨/年	蒙维科技	化工
	5	-	万吨/年	广西皖维	化工
合计	31	-	万吨/年	-	-
电石	45	-	万吨/年	-	化工
PVA 纤维	3	-	万吨/年	安徽本部	化纤
PVA 光学膜	500	700	万平方米/年	安徽本部	新材料
PVA 树脂	5000	-	吨/年	安徽本部	新材料
VAE	-	6	万吨/年	安徽本部	新材料
	6	-	万吨/年	广西皖维	新材料
合计	6	6	万吨/年	-	-
可再分散性胶粉	4	-	万吨/年	安徽本部	新材料
PET 聚酯切片	7.5	-	万吨/年	安徽本部	新材料
偏光片	-	700	万平方米/年	安徽本部	新材料
PVB 树脂	2	-	万吨/年	安徽本部	新材料
水泥/熟料	200	-	万吨/年	安徽本部	建材
	100	-	万吨/年	蒙维科技	建材
合计	300	-	万吨/年	-	-

资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

1.2. 股权结构清晰、子公司业务布局明确

公司第一大控股股东为皖维集团，实际控制人为安徽省人民政府。公司股权结构清晰，第一大控股股东为安徽皖维集团有限责任公司(简称“皖维集团”)，持股比例为 30.74%，其余股东持股比例均不超过 2%。安徽省人民政府持有皖维集团 100%股权，为公司实际控制人。

图表 4. 公司股权结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，注：截至 2022 年 8 月 24 日

公司控股子公司业务布局清晰明确。公司旗下有 6 家全资控股子公司，分别为皖维花山、皖维机械、皖维皕盛、广西皖维、蒙维科技、内蒙古商。其中蒙维科技主要从事 PVA、水泥/熟料业务等；广西皖维主要从事 PVA、VAE 业务等；皖维皕盛主要从事 PVB 中间膜业务等；皖维花山主要从事可再分散性胶粉、环保建材业务等；皖维机械主要从事车刨铣钻设备、弧焊设备等；内蒙古商主要从事水溶性聚乙烯醇纤维业务等。

图表 5. 公司控股全资子公司相关情况

公司名称	主营业务	2021 年末总资产 (百万元)	2021 年末净利润 (百万元)
蒙维科技	PVA、水泥/熟料等	3682.67	827.02
广西皖维	PVA、VAE 等	781.75	82.13
皖维皕盛	PVB 中间膜业务等	404.25	18.42
皖维花山	可再分散性胶粉、环保建材等	356.23	17.76
皖维机械	车刨铣钻设备、弧焊设备等	35.76	0.17
内蒙古商 (新建)	水溶性聚乙烯醇纤维	-	-

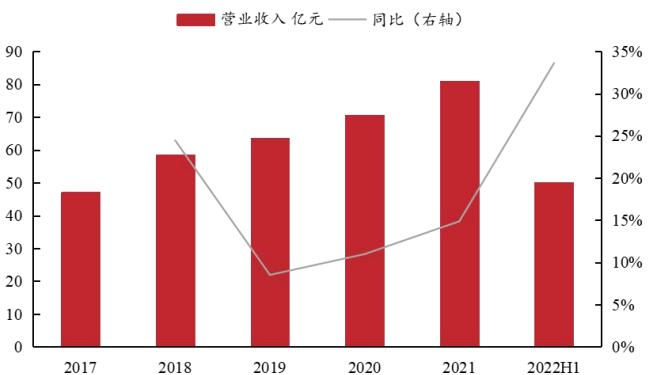
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩大幅提升，盈利能力增强

2017 年以来公司营收、归母净利润逐年增长。营业收入方面，2017-2021 年公司营业收入从 47.06 亿元增长至 81.03 亿元，年均复合增长率为 14.55%。2022 年上半年公司实现营业收入 50.15 亿元，同比增长 33.61%。归母净利润方面，2017-2021 年公司归母净利润从 0.85 亿元增长至 9.82 亿元，年均

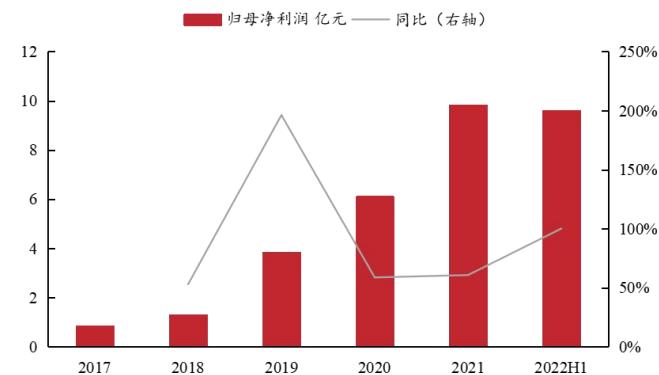
复合增长率为 84.36%。2022 年上半年公司实现归母净利润 9.6 亿元，同比增长 100.1%。2022 年上半年公司业绩大幅增长的主要原因为：(1)公司充分发挥产业链协同作用，调整产品生产结构，取得显著成效；(2)公司主营产品聚乙烯醇、醋酸乙烯量价齐升，叠加公司稳步推进降本增效，致使公司盈利能力大幅提升。

图表 6. 2017-2022H1 公司营业收入情况



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

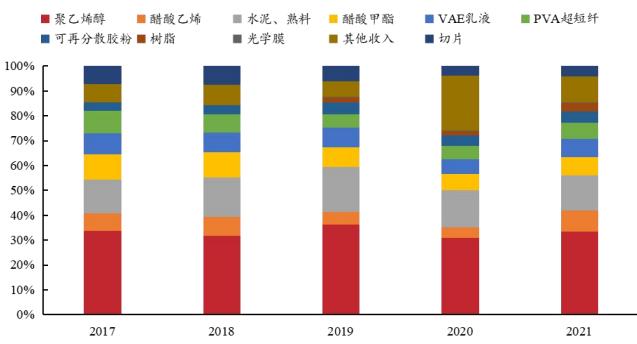
图表 7. 2017-2022H1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

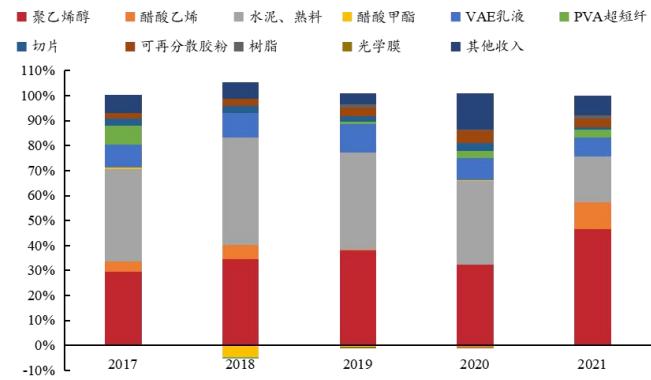
聚乙烯醇为公司主要业绩来源。营业收入方面，2021 年公司聚乙烯醇、水泥/熟料、醋酸乙烯、VAE 乳液、醋酸甲酯营业收入占比分别为 33.44%、14.28%、8.44%、7.31%、7.28%，合计达 70.75%，其中聚乙烯醇为公司主要业绩来源。毛利润方面，2021 年公司聚乙烯醇、水泥/熟料、醋酸乙烯、VAE 乳液毛利润占比分别为 46.51%、18.26%、10.74%、7.62%，合计达 83.15%，其中聚乙烯醇贡献主要毛利润。

图表 8. 2017-2021 公司营业收入构成情况



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 9. 2017-2021 公司毛利润构成情况

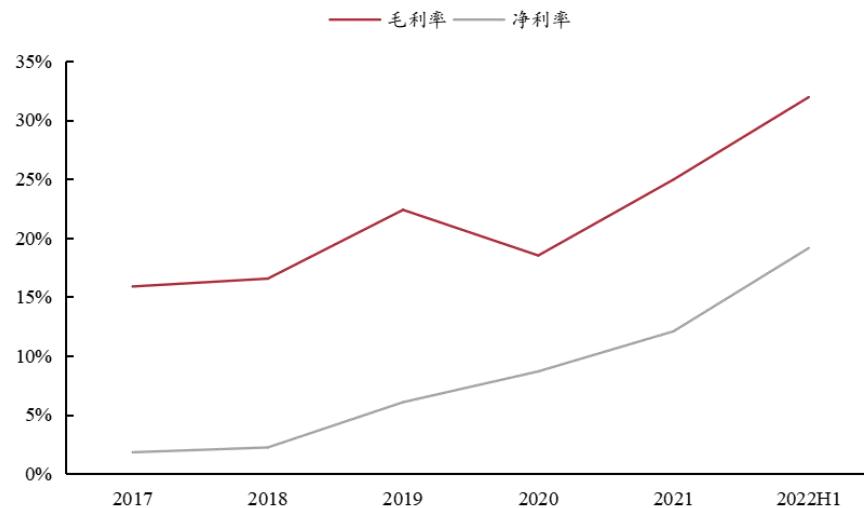


资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

2020 年以来公司盈利逐年增强。毛利率方面，2017-2019 年，公司毛利率从 15.87% 上升至 22.37%，之后于 2020 年回落至 18.50%；并于 2021 年再次上升至 24.94%。截至 2022 年上半年，公司毛利率为 31.93%，同比

增长 7.75pct。净利率方面,2017-2021 年公司净利率从 1.81%上升至 12.07%,提升 10.26pct。截至 2022 年上半年,公司净利率为 19.13%,同比增长 6.35pct。随着未来公司新材料项目陆续投产,公司产品结构将进一步优化,盈利能力有望上行。

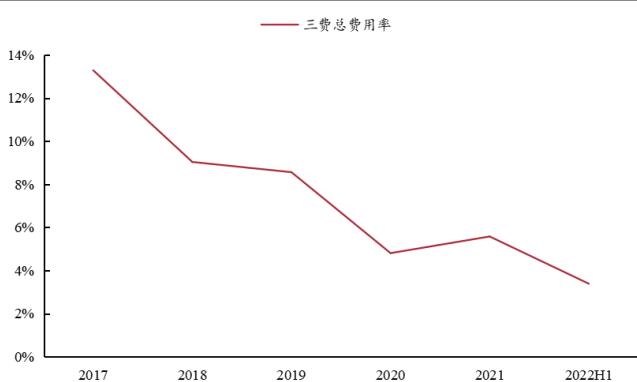
图表 10. 2017-2022H1 公司毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

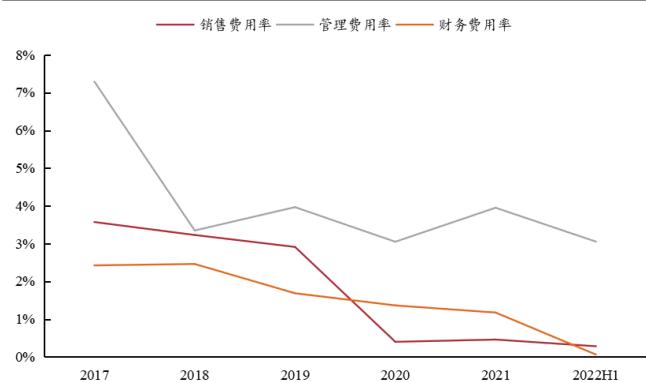
2017 年以来公司三费总费用率呈下降趋势。2017-2021 年公司三费总费用率持续下降,从 13.28%下降至 5.58%,下降 7.70pct。公司规模效应不断提高,成本控制能力良好。从细分情况来看,2021 年,公司财务费用率为 1.17%,同比下降 0.19pct,主要得益于人民币汇率波动,汇兑损失减少。2021 年,公司销售费用率、管理费用率分别为 0.46%、3.95%,分别同比上升 0.06pct、0.90pct,主要原因は公司销售人员和管理人员工资调增。

图表 11. 2017-2022H1 公司三费总费率情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 2017-2022H1 公司销售、管理、财务费用率情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. PVA 行业：行业格局改善、景气有望上行

2.1. 供给：落后产能出清、行业集中度提升

聚乙烯醇（PVA）是水溶性高分子聚合物，具有良好的造膜性。PVA是由醋酸乙烯经醇解反应、聚合而制成，是一种白色、粉状、无毒水溶性高分子材料，具有粘结性、成膜性、成纤性、生物降解性等特性。聚乙烯醇制成的膜具有耐溶剂性、耐摩擦性、良好的伸张强度以及氧气阻绝性，被广泛应用于精细化工、绿色建筑、纤维、造纸、光电、医药等行业。

图表 13. 聚乙烯醇产品



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

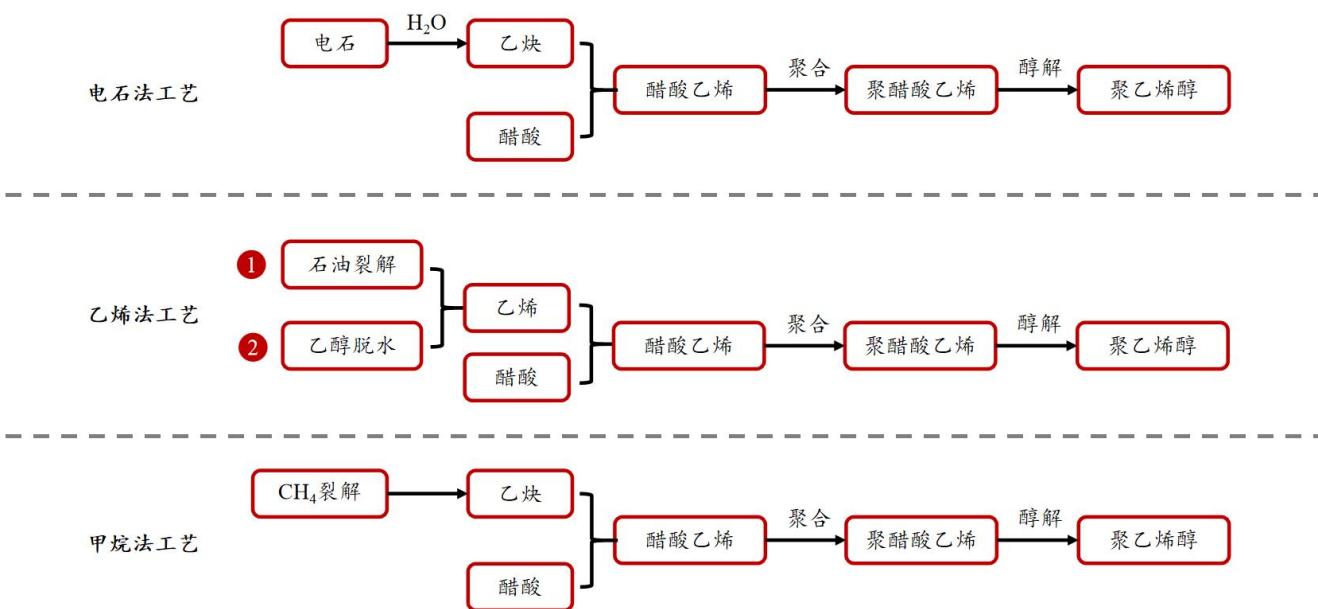
图表 14. 聚乙烯醇基本性质

性质	相关情况
熔点	230-240°C
闪点	79°C
分子量	44.05 (单体)
外观	白色片状、絮状或粉末状固体
应用	粘合剂、乳化剂、分散剂等

资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

聚乙烯醇生产工艺主要包括电石法、乙烯法和甲烷法。目前 PVA 的主要生产工艺包括电石法、乙烯法和甲烷法。其中电石法生产工艺操作简单、生产成本低且副产物易于分离，但其制程中的电石渣对环境污染较大；乙烯法生产工艺是由石油裂解或乙醇脱水制乙烯合成，其生产的产品具有质量好的特点；甲烷法生产工艺技术难度较大，但该工艺可以综合利用其在生产过程中产生的乙炔。

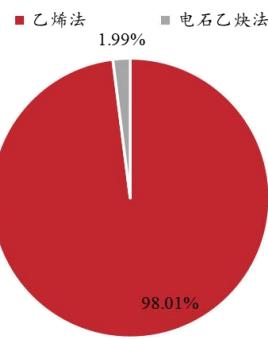
图表 15. 聚乙烯醇的三种生产工艺



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

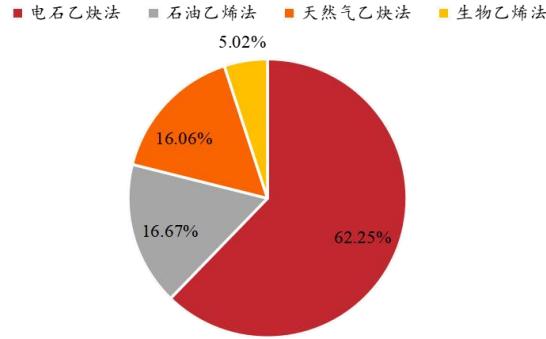
国外 PVC 生产工艺以乙烯法为主，国内生产工艺以电石乙炔法为主。
 国外聚乙烯醇的生产工艺主要包括乙烯法和电石乙炔法，其中乙烯法生产工艺占比达 98.01%。国内聚乙烯醇的生产工艺主要包括电石乙炔法、石油乙烯法、天然气乙炔法和生物乙烯法，其中电石乙炔法生产工艺占比达 62.25%，其次为石油乙烯法和天然气乙炔法，占比分别为 16.67%、16.06%。

图表 16. 2021 年国外聚乙烯醇主要生产工艺情况



资料来源：中国化学纤维工业协会，东亚前海证券研究所

图表 17. 2021 年国内聚乙烯醇主要生产工艺情况

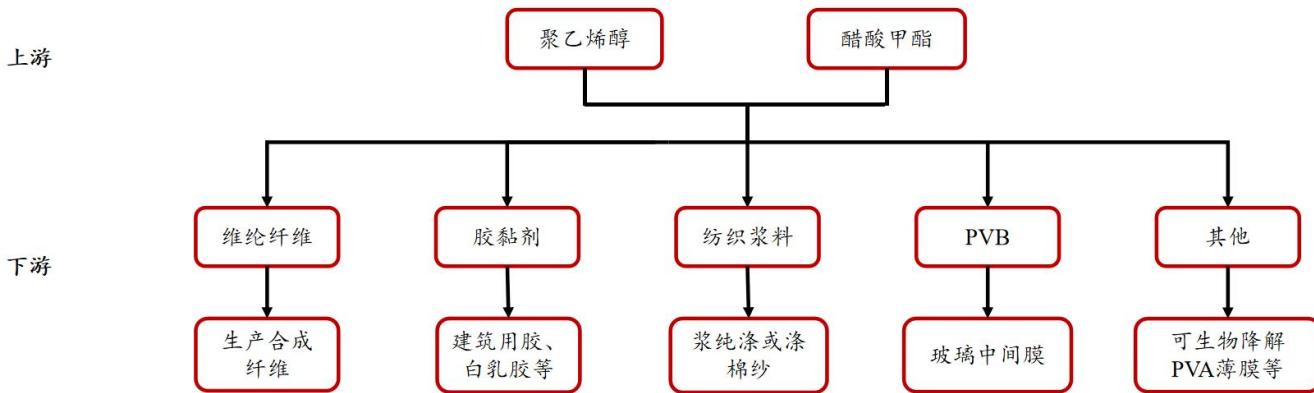


资料来源：中国化学纤维工业协会，东亚前海证券研究所

聚乙烯醇上游为醋酸乙烯、醋酸等化工原料，下游应用广泛。
 PVA 上游为主要基础化工原料，包括煤炭、醋酸、醋酸乙烯等，下游主要用于生产维纶纤维、胶黏剂、纺织浆料、PVB 等，终端需求包括合成纤维、建筑

用胶、白乳胶、玻璃中间膜、可生物降解PVA薄膜等。

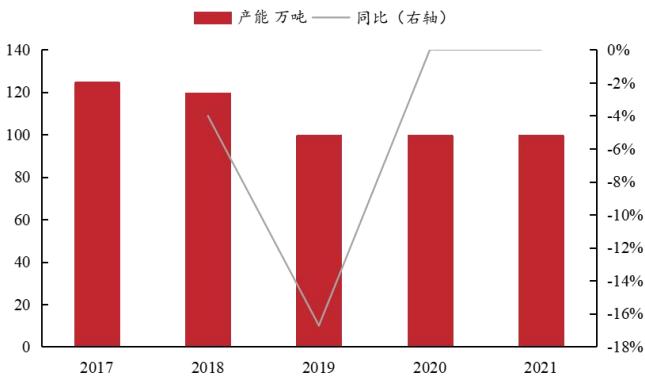
图表 18. 聚乙烯醇产业链



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

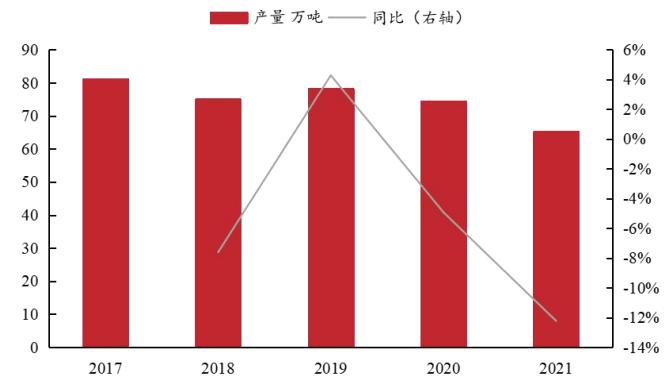
近年来，聚乙烯醇产能维稳，产量有所下行。产能方面，“十三五”时期，受产业结构调整升级政策影响，国内聚乙烯醇行业去产能趋势明显。聚乙烯醇产能从2017年的124.6万吨下降至2019年的99.6万吨，下降25万吨，降幅为20.06%。之后保持平稳态势，2019-2021年我国聚乙烯醇产能维持在99.6万吨。产量方面，2019年以来国内聚乙烯醇产量呈下降趋势，从2019年的78.29万吨下降至2021年的65.33万吨，下降12.96万吨，降幅为16.55%，国内聚乙烯醇供给有所收紧。

图表 19. 2021 年国外聚乙烯醇主要生产工艺情况



资料来源：中国化学纤维工业协会，东亚前海证券研究所

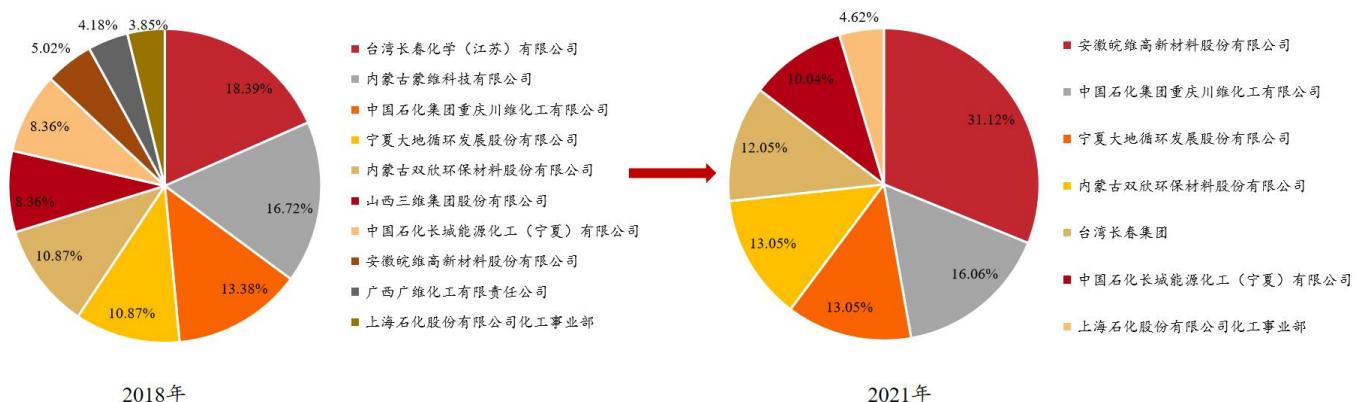
图表 20. 2021 年国内聚乙烯醇主要生产工艺情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

受落后产能出清影响，聚乙烯醇行业集中度有所提升。2018年我国聚乙烯醇主要生产企业合计10家，其中CR5为70.23%，最大生产商台湾长春化学（江苏）有限公司产能占比为18.39%。受我国聚乙烯醇行业落后产能出清影响，2021年我国聚乙烯醇行业集中度有所提升，主要生产企业合计为7家，其中CR5达85.34%，提高15.11pct，最大生产商皖维高新产能占比为31.12%，行业格局逐渐优化，龙头企业优势明显。

图表 21. 2018 年、2021 年国内聚乙烯醇行业集中度情况



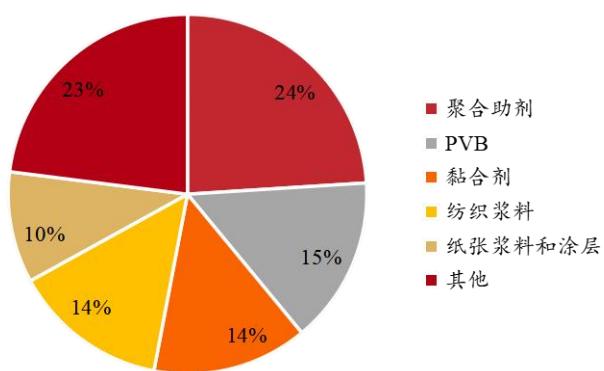
资料来源：中国化学纤维工业协会，东亚前海证券研究所

2.2. 需求：国内出口复苏，新材料贡献增量

2.2.1. 国内出口需求向上，产品向高端化转型

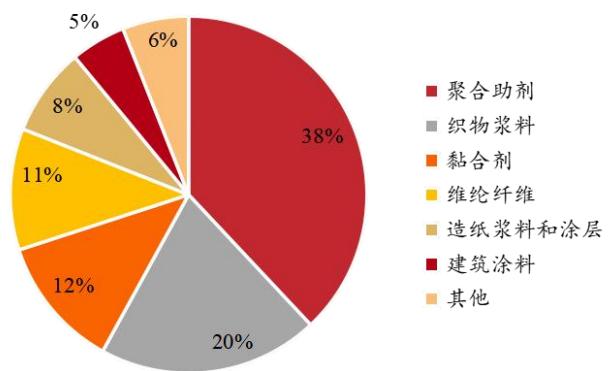
聚乙稀醇下游主要应用于聚合助剂、织物浆料和黏合剂。聚乙稀醇下游应用广泛。从全球消费结构来看，2021年聚合助剂、PVB、黏合剂、纺织浆料对聚乙稀醇的消费量占聚乙稀醇的总消费量的比例分别为24%、15%、14%、14%，合计达67%。从中国消费结构来看，聚合助剂、织物浆料、黏合剂对聚乙稀醇的消费量占聚乙稀醇的总消费量的比例分别为38%、20%、12%，合计达70%。

图表 22. 2021 年全球聚乙稀醇需求结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

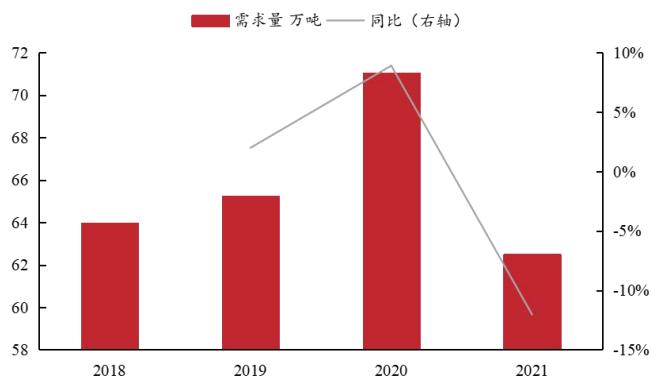
图表 23. 2021 年国内聚乙稀醇需求结构



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

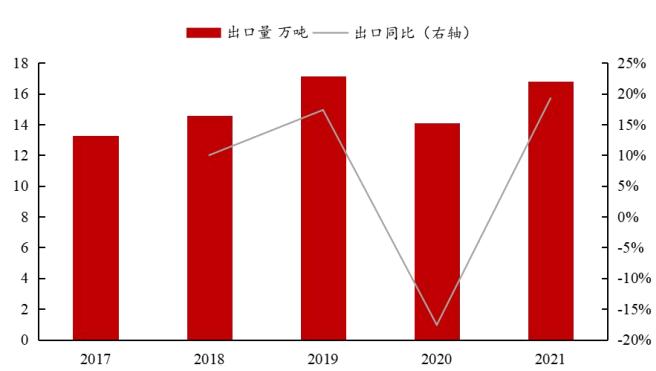
2021年国内聚乙稀醇需求量有所下降，出口量有所上升。国内需求方面，2018-2020年我国聚乙稀醇需求量从63.97万吨上升至71.05万吨，年均复合增长率为5.39%。2021年我国聚乙稀醇需求量为62.5万吨，同比下降12.03%。出口方面，2017-2019年我国聚乙稀醇出口量从13.27万吨上升至17.12万吨，年均复合增长率为13.62%。2020年聚乙稀醇出口量下降至14.11万吨，之后2021年回升至16.83万吨，同比增长19.26%。

图表 24. 2018-2021 年中国聚乙烯醇需求量



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

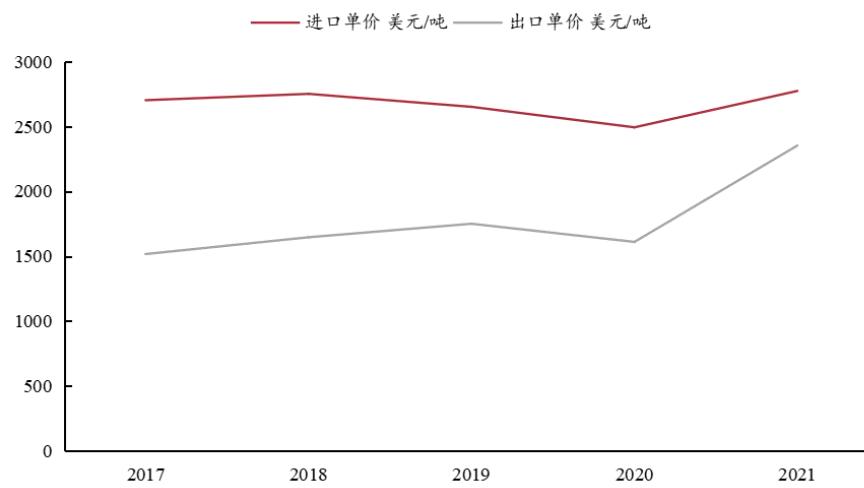
图表 25. 2017-2021 年国内聚乙烯醇出口量



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

国内聚乙烯醇产品逐渐向高端化转型，下游有望逐步拓宽至新材料领域。相较于国外，国内聚乙烯醇附加值较低，主要应用于传统领域。近年来我国聚乙烯醇出口单价一直低于进口单价。截至 2021 年，我国聚乙烯醇出口单价为 2352.79 美元/吨，进口单价为 2773.51 美元/吨，进口单价高于出口单价 420.72 美元/吨。但近年来国内聚乙烯醇进口单价与出口单价价差逐渐收窄，从 2017 年的 1185.41 美元/吨下降至 2021 年的 420.72 美元/吨，表明国内产品逐渐向高端化转型，有望逐步实现进口替代。此外，随着我国聚乙烯醇产品向高端化发展，其有望不断拓宽至新应用领域，包括 PVA 光学膜、PVB 膜、土壤改良、环保、医药、化妆品等领域，有望带动国内 PVA 需求上行。

图表 26. 2017-2021 年国内聚乙烯醇进出口单价



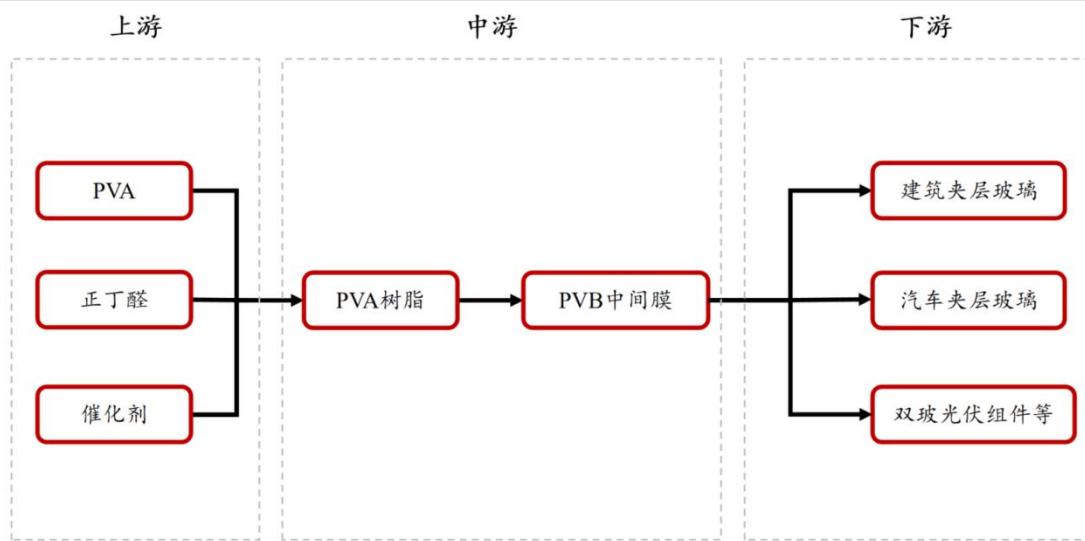
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.2.2. PVB 需求稳步增长、国产替代空间广阔

PVB 树脂又称聚乙烯醇缩丁醛树脂，主要用于制备 PVB 中间膜。PVB 树脂是由聚乙烯醇和正丁醛在催化剂的作用下发生缩合反应制备而成，具

有透明性高、耐光性、耐水性、成膜性、抗冲击性等优良性能。PVB 树脂经增塑剂塑化挤压形成 PVB 中间膜。PVB 中间膜是半透明的薄膜，具有耐热、耐寒、耐湿、机械强度高等特性。此外，其对无机玻璃具有很好的粘结力，被用于汽车、建筑业制造夹层安全玻璃。根据公司公告，2021 年全球汽车、建筑业制造夹层安全玻璃对 PVB 树脂的消费量占比约 89%。近年来 PVB 中间膜应用领域逐渐拓展至光伏封胶膜领域。

图表 27. PVB 产业链

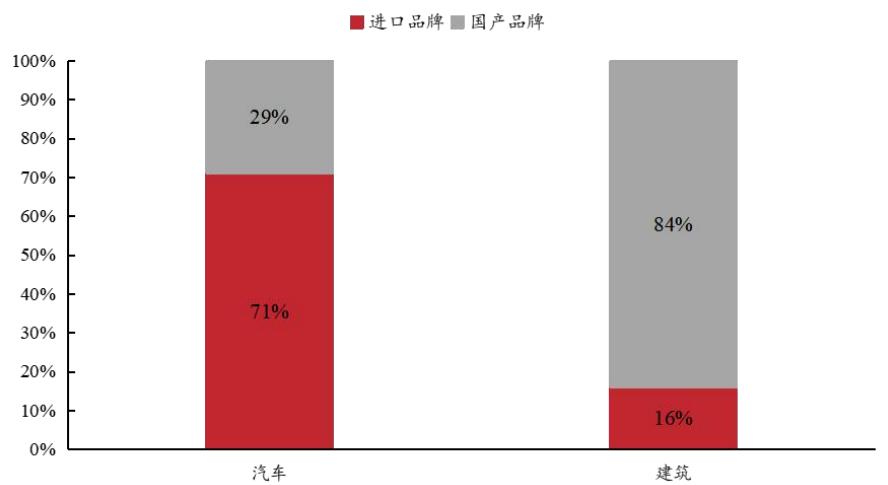


资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究

国际巨头垄断高端 PVB 树脂市场，国产替代空间广阔。根据公司公告，目前美国首诺、日本积水化学、美国杜邦和日本可乐丽占据全球 80% 的 PVB 树脂市场份额，其中美国首诺的 PVB 树脂主要应用于汽车和建筑领域，日本积水化学的 PVB 树脂主要应用于汽车领域，美国杜邦和日本可乐丽 PVB 树脂则主要应用于光伏领域。根据公司公告，2022 年我国 PVB 树脂总需求量有望达到 15 万吨，市场规模约 22 亿元，其中膜用 PVB 树脂占比或将超过 80%。随着未来国内 PVB 树脂逐渐向高端化转型，有望逐步替代进口高端膜用 PVB 树脂领域。

目前国内 PVB 中间膜主要应用于建筑领域，高端 PVB 中间膜以进口为主。根据公司公告，目前国内有多家企业生产 PVB 树脂，年产 PVB 树脂实物量约为 7.2 万吨，生产规模偏小且品质一般，由其制备的 PVB 中间膜主要应用于建筑领域。2021 年国内在建筑领域使用的 PVB 中间膜 84% 来源于国产品牌，在汽车领域使用的 PVB 中间膜仅有 29% 来源于国产品牌，主要原因是国内建筑玻璃厂家较多，在对安全玻璃标准的执行上有所差异，叠加汽车生产商主要为国际大厂，对 PVB 中间膜的质量要求很高，致使国内 PVB 中间膜凭借价格优势被更多的应用于建筑领域，而高端 PVB 中间膜则主要依赖于进口。

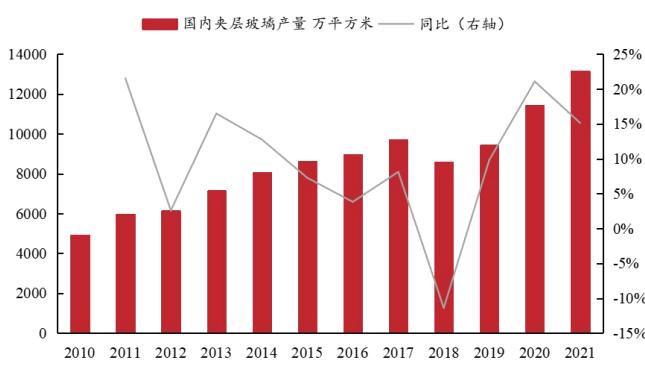
图表 28. 2021 年国内 PVB 中间膜下游消费结构



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

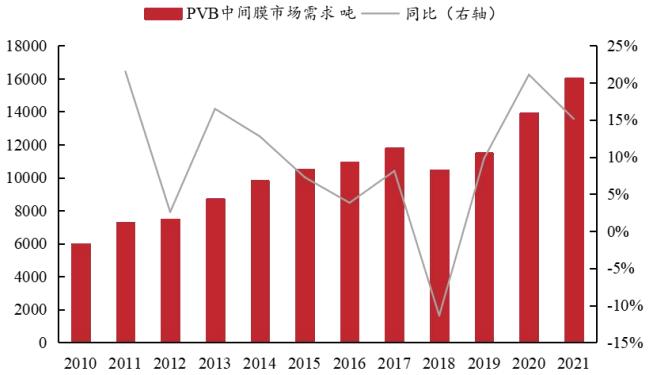
近年来国内夹层玻璃产量增长提速，带动 PVB 中间膜需求上行。PVB 夹层玻璃具有隔音、隔热、隔紫外线等功能，属于绿色、节能玻璃制品。随着我国节能减排的逐步推进，近年来国内夹层玻璃整体上呈现出上升的趋势。2010-2017 年我国夹层玻璃产量年均复合增长率为 10.18%。2018 年以来，夹层玻璃产量增长提速，从 2018 年的 8592.10 万平方米增长至 2021 年的 13150.1 万平方米，年均复合增长率为 15.2%。夹层玻璃产量快速增长带动 PVB 树脂需求稳步上行。2018-2021 年我国 PVB 中间膜市场需求从 10470.85 吨增长至 16025.50 吨，年均复合增长率为 15.24%。在“双碳”背景下，未来国内绿色、节能玻璃制品需求量有望进一步提升。

图表 29. 2010-2021 年国内夹层玻璃产量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 30. 2010-2021 年国内 PVB 中间膜需求



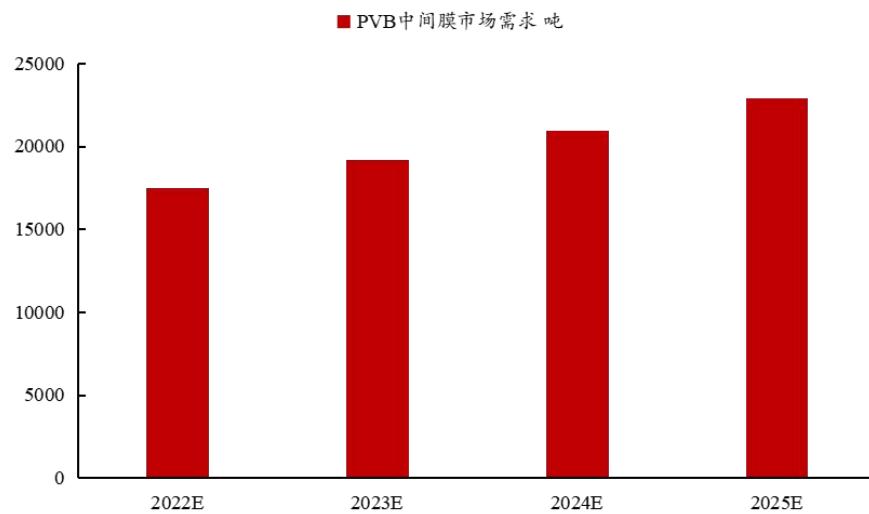
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，注：每平方米夹层玻璃对 PVB 中间膜的需求量按照 1.14mm（厚度）×1.069g/cm³ 计算

2025 年国内夹层玻璃用 PVB 中间膜市场需求有望达到 22912.47 吨。

2010-2021 年国内夹层玻璃产量年均复合增长率为 9.35%，我们假设 2021-2025 年国内夹层玻璃年均复合增长率维持上述水平，估算得出 2025 年国内夹层玻璃产量为 18801.36 万平方米。其中每平方米夹层玻璃对 PVB 的需求量按照 1.14mm（厚度）×1.069g/cm³ 计算，得出 2025 年我国 PVB

中间膜市场需求为 22912.47 吨。根据公司公告，皖维皕盛主要从事汽车级 PVB 中间膜和建筑级 PVB 中间膜，2021 年皖维皕盛 PVB 中间膜单价为 2.48 万元/吨，以此为基础计算我国 PVB 中间膜市场规模，得出 2025 年我国 PVB 中间膜市场规模约为 5.68 亿元，较 2021 年增长 42.98%。

图表 31. 2022E-2025EPVB 中间膜市场需求

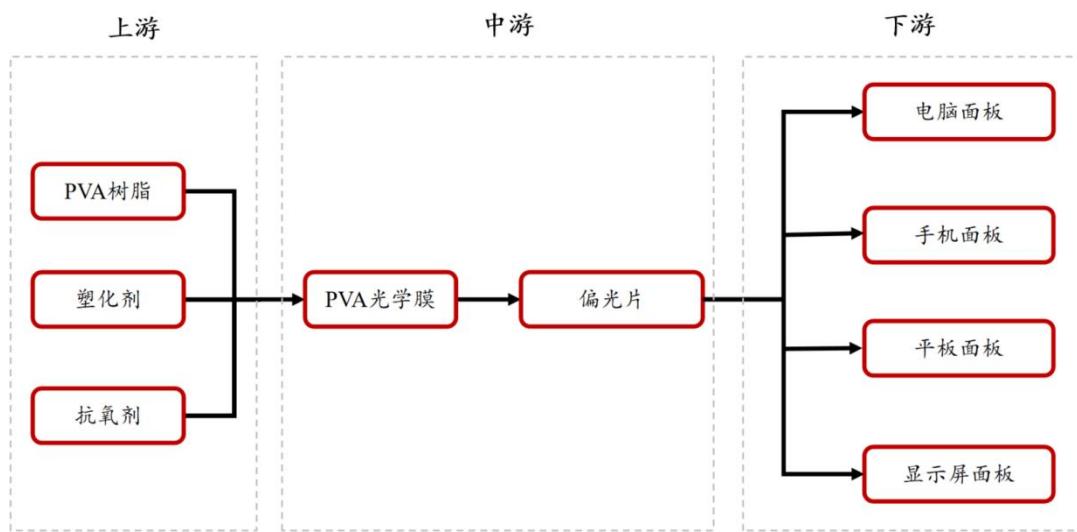


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，注：每平方米夹层玻璃对 PVB 中间膜的需求量按照 1.14mm (厚度) × 1.069g/cm³ 计算

2.2.3. PVA 光学膜需求向好，进口替代空间广阔

PVA 光学膜又称聚乙烯醇光学薄膜，是偏光片的核心材料。 PVA 光学膜是一种偏光薄膜，是由 PVA 树脂与塑化剂、抗氧剂等微量添加剂溶解于水中后，经挤出机流延干燥制成的薄膜。PVA 光学膜是制造偏光片的基础材料，其性能直接决定了偏光片的品质。根据产业信息网数据，PVA 光学膜成本约占偏光片总成本的 12%。其终端下游主要包括电脑、手机、平板、显示屏的面板等。

图表 32. PVA 光学膜产业链

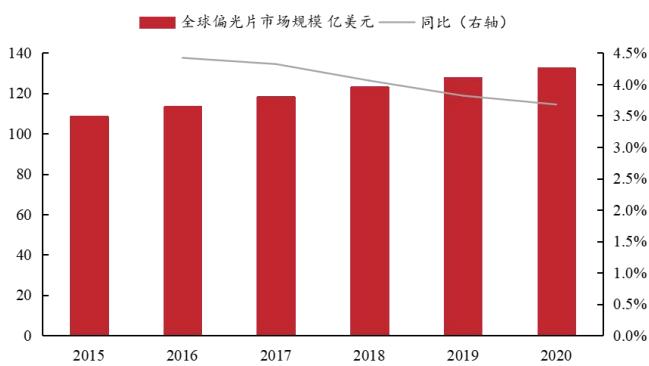


资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究

PVA 光学膜市场由国际巨头垄断，国内市场替代空间较大。 PVA 光学膜技术含量高，市场主要被国际巨头垄断。根据公司公告，目前日本可乐丽和日本合成化学垄断了 PVA 光学膜市场，其中可乐丽 PVA 光学膜产能占全球总产能的比例约为 70-80%，日本合成化学占比约为 20%。国内仅有少量中低端 PVA 光学膜供应商，包括皖维高新和台湾长春，市场占有率不足 1%。根据公司公告，2020 年国内偏光片实际需求量为 2.5 亿平方米，对应的 PVA 光学膜用量约为 1.5 亿平方米，加上裁剪和正常消耗对应的 PVA 光学膜用量约为 1.9 亿平方米，以 25 元/平方米为基础进行计算，其对应的市场规模约为 48 亿元，国产替代空间巨大。

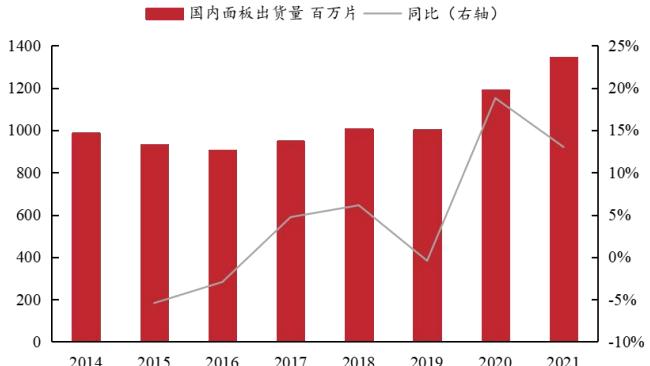
全球偏光片规模稳步增长，带动 PVA 光学膜需求上行。 2015-2020 年全球偏光片市场规模从 108.6 亿美元增长至 132.5 亿美元，年均复合增长率为 4.06%。偏光片规模稳步增长支撑 PVA 光学膜需求上行。此外，国内面板出货量呈上升趋势，有望带动偏光片需求增长。2014-2021 年国内面板出货量从 987.3 百万片增长至 1346.7 百万片，年均复合增长率为 4.53%。

图表 33. 2015-2020 年全球偏光片市场规模



资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

图表 34. 2014-2021 年国内面板出货量情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，注：国内面板出货量按照国内移动 PC 面板、笔记本电脑面板、平板电脑面板、液晶显示器面板、液晶电视面板出货量的合计值计算

3. 扩产+收购+技术并驱，打开公司成长空间

3.1. 推进新材料项目建设，打开业绩增长空间

公司积极推进新材料项目建设，构建新材料产业集群。目前公司在建及拟建新材料项目包括 700 万平方米/年 PVA 光学薄膜项目、700 万平方米/年偏光片项目、6 万吨/年 VAE 项目、6 万吨/年乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目、6000 吨/年水溶性聚乙烯醇纤维生产线。

PVA 光学薄膜项目方面，公司目前已拥有 500 万平方米/年 PVA 光学薄膜生产装置，该生产线宽幅为 1600mm，下游主要应用于小尺寸液晶显示器用偏光片、眼镜用偏光片等。目前公司在建的 700 万平方米/年 PVA 光学薄膜项目的生产线宽幅为 3400mm，可生产出宽幅为 3400mm、厚度为 40-75 μm 的 PVA 光学薄膜，可应用于大尺寸液晶显示器用偏光片组，有助于我国偏光片国产化加速。该项目总投资额为 2.53 亿元，预计于 2022 年三季度投产。项目建成后有利于提高公司产品技术含量，优化产品结构，培育公司新的利润增长点，助力公司实现可持续发展。

700 万平方米/年偏光片项目方面，2018 年 3 月公司发布公告称出资组建合肥德瑞格光电科技有限公司(简称“德瑞格公司”)，并以其为主体建设 700 万平方米/年偏光片项目。其中公司持有德瑞格公司 70% 的股权，安徽居巢经济开发区投资有限公司持有 30% 的股权。该项目的总投资额为 3.50 亿元，根据公司公告，建成投产后可实现年销售收入 6.1 亿元。截至 2022 年 8 月 18 日，该项目即将进入试生产阶段。公司投资建设该项目主要是为了实现产品链的配套和共同发展，即与公司已实现产业化的 500 万平方米/年 PVA 光学薄膜实现产业配套。

6 万吨/年 VAE 乳液项目方面，2021 年 10 月公司发布公告称拟建设 6 万吨/年 VAE 乳液项目。项目总投资额 32779.94 万元，预计于 2022 年三季

度建成投产。项目建成后有利于公司充分应用广西皖维成熟的 VAE 技术以及公司的 PVA 原料资源,同时也能满足花山公司胶粉项目所需的 VAE 原料,进一步完善公司产业链。

6 万吨/年乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目方面,该项目主要是采用乙烯法聚乙烯醇生产技术对公司原电石法聚乙烯装置进行升级改造。项目分两期建设,总投资额为 13.03 亿元。截至 2022 年初,该项目已完成预备备案工作,并计划于 2022 年三季度开工建设。相较于电石法生产工艺,乙烯法生产工艺技术水平高,且生产出的产品品质良好,污染性小,为国外的主流生产工艺。

6000 吨/年水溶性聚乙烯醇纤维项目方面,2022 年 8 月公司发布公告称出资组建内蒙古商维新材料有限公司(简称“商维公司”),以其为投资主体建一条 6000 吨/年水溶性聚乙烯醇纤维生产线。该项目投资额为 1.27 亿元,建成投产后可实现年销售收入 14132.28 万元。目前该项目议案已通过公司董事会会议审议。该项目可进一步延长公司聚乙烯醇产业链,同时有利于加快国内水溶性聚乙烯醇纤维的发展,有望打破日本产品的垄断地位。

图表 35. 公司在建拟建项目情况

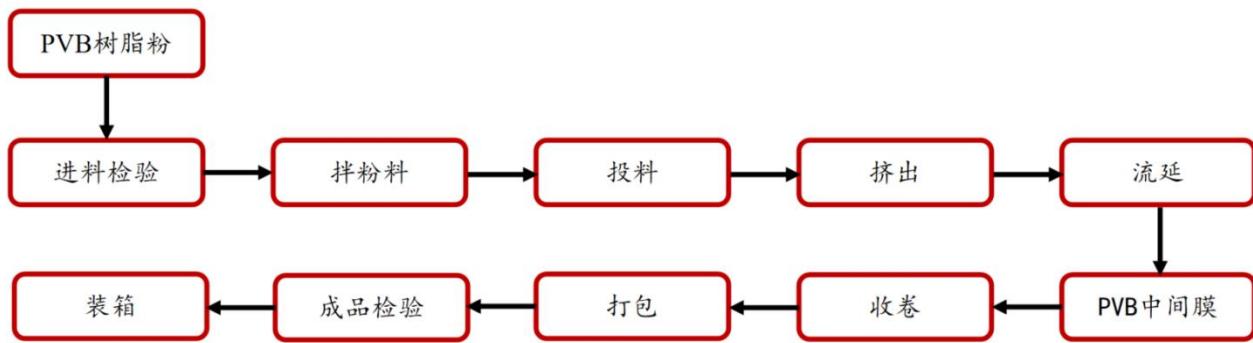
项目内容	项目总投资金额(亿元)	项目进展情况
700 万平方米/年 PVA 光学薄膜项目	2.53	计划于 2022 年三季度投产
700 万平方米/年偏光片项目	3.50	计划于 2022 年三季度投产
6 万吨/年 VAE 乳液	3.28	计划于 2022 年三季度投产
6 万吨/年乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目	13.03	计划于 2022 年三季度开工建设
6000 吨/年水溶性聚乙烯醇纤维项目	1.27	已通过公司董事会会议审议

资料来源:公司公告,东亚前海证券研究

3.2. 收购皖维皕盛、拓展 PVB 中间膜

皖维皕盛是国内领先的 PVB 中间膜生产企业,客户资源优质。安徽皖维皕盛新材料股份有限公司(简称“皖维皕盛”)主要从事 PVB 中间膜的研发、生产和销售,拥有高端 PVB 中间膜全流程生产技术,是国内领先的 PVB 中间膜生产企业。皖维皕盛主营产品包括建筑级 PVB 中间膜、汽车级 PVB 中间膜,相关技术指标均优于国家标准,达到国外厂商先进水平。根据公司公告,截至 2021 年末,皖维皕盛 PVB 中间膜的产能为 13536 吨,销售单价为 2.48 万元/吨。皖维皕盛拥有优质的国内外客户资源,其中国内优质客户包括南玻集团、台玻控股、耀华鹏兴等,国外优质客户包括 FDS 玻璃公司、Use Electronics Co.,Ltd 等。此外,公司高端汽车级 PVB 中间膜已得到耀皮集团、旗滨集团等知名厂家认可,有望进入其合格供应商名单,未来皖维皕盛优质客户资源有望进一步拓宽。

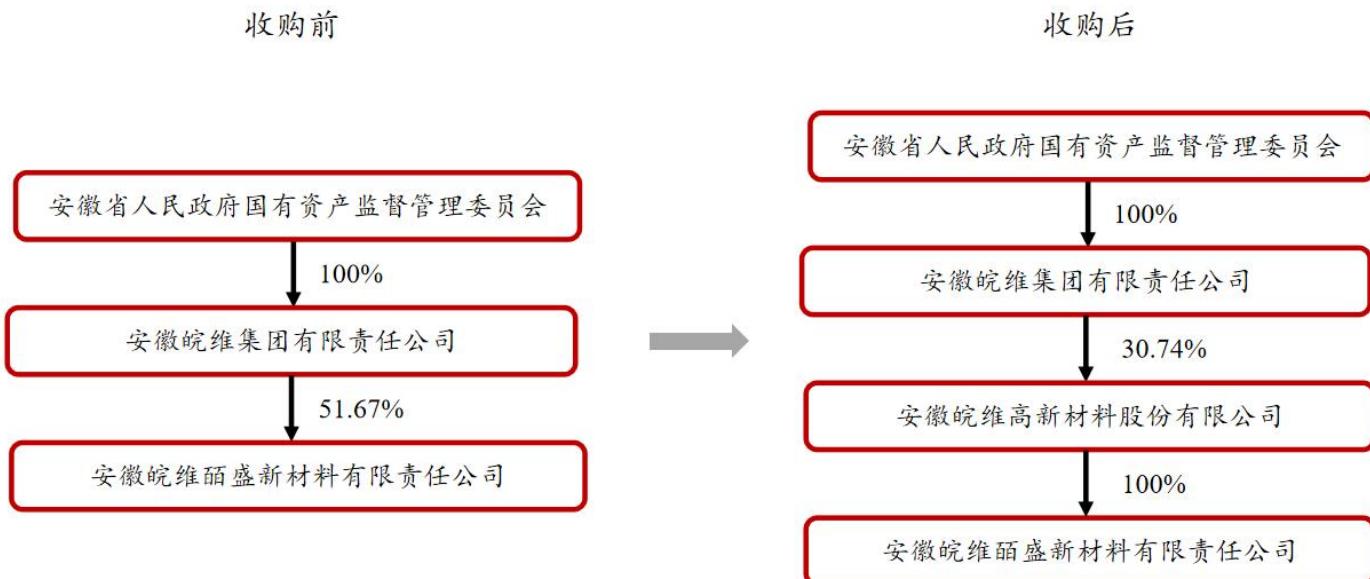
图表 36. 皖维皕盛 PVB 中间膜生产流程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

公司已收购皖维皕盛 100% 股权，打通 PVA—PVB 树脂—PVB 中间膜产业链。2022 年 7 月 21 日，公司收到中国证监会核准文件，准许公司以发行股份的方式购买皖维皕盛 100% 股权。同年 8 月 17 日，公司已完成皖维皕盛 100% 股权过户手续和相关工商变更登记，至此公司已持有皖维皕盛 100% 股权。本次收购有利于公司实现 PVB 树脂产品线的纵向延伸，丰富公司产品种类，打通 PVA—PVB 树脂—PVB 中间膜完整产业链。此外，公司也是国内唯一一家拥有该全产业链的企业。

图表 37. 收购前后皖维皕盛股权结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

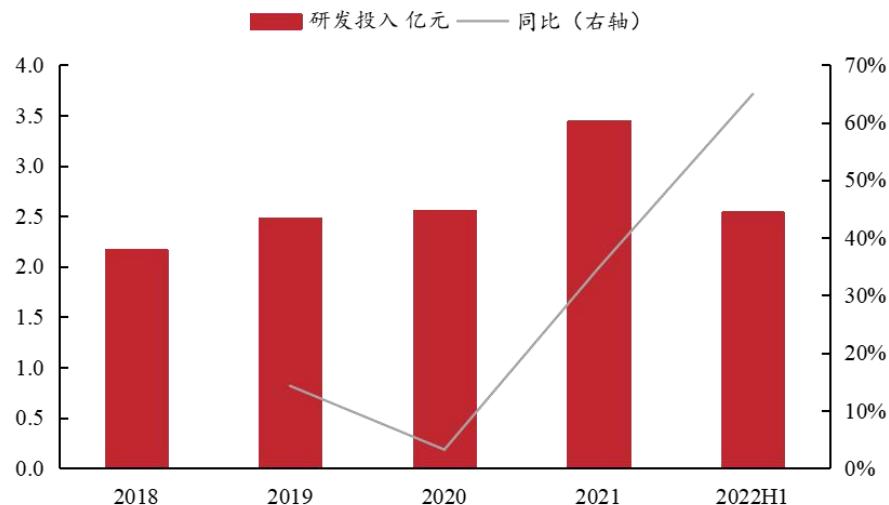
公司积极布局 PVB 树脂生产线，实现 PVB 中间膜原材料自给。根据

公司公告，公司计划新增一条年产 2 万吨 PVB 树脂生产线，以保证皖维皕盛 PVB 树脂原材料供应。该生产线预计于 2022 年 9 月开工建设，并于 2023 年 5 月投产。根据皖维皕盛历史数据，生产 1 吨 PVB 中间膜需要消耗 0.715-0.735 吨的 PVB 树脂。目前皖维皕盛正在积极扩建 PVB 中间膜生产线，预计到 2023 年 5 月公司将拥有 3.6 万吨/年的 PVB 中间膜产能，所需 PVB 树脂约为 25740-26460 吨，届时公司的有望实现 PVB 树脂原材料自给，进一步发挥产业链协同优势。

3.3. 突破多项“卡脖子”难题，技术优势显著

公司坚持创新驱动，研发成果显著。近年来，公司持续加大研发投入，实施创新发展战略。2018-2021 年，公司研发投入从 2.17 亿元增长至 3.45 亿元，年均复合增长率为 16.71%。2022 年上半年公司研发投入金额为 2.54 亿元，同比增长 64.94%。截至 2021 年末，公司累计获得 176 项发明专利和实用新型专利。其中 2021 年公司获得专利 11 项，包括 7 项发明专利。

图表 38. 2018-2021 年公司研发投入逐年增长



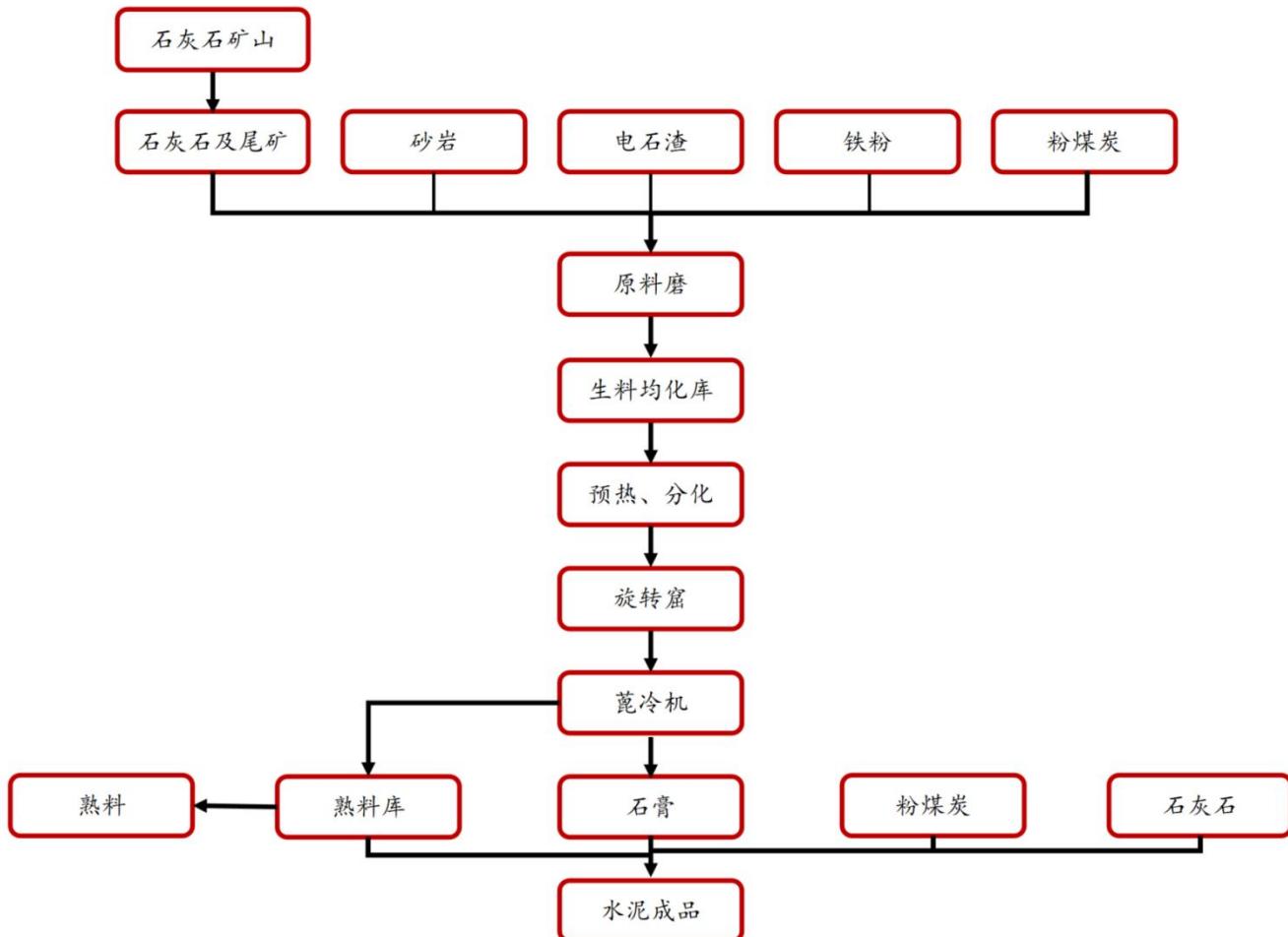
资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

目前公司已突破多项“卡脖子”技术和关键设备。技术方面，目前公司自主研发的高强高模 PVA 纤维技术、PVA 光学膜技术、生物质乙烯法生产 PVA 技术、高性能 PVB 树脂生产技术均属于国内同行业独家拥有，有望打破国外垄断实现进口替代。关键设备方面，公司自主研发了 PVA 光学薄膜项目的核心装备超镜面流延辊和 VAE 乳液项目的高压聚合反应釜突破国外技术封锁，成功实现国产化，为公司扩大 PVA 光学膜产能奠定了基础。

此外，公司利用固废电石渣生产水泥，实施绿色循环经济。公司充分

利用 PVA 制程中的各种废副产物和余热。其中采用电石在生产乙炔的过程中会产生固废电石渣生产水泥熟料，并利用水泥烟尘气余热生产蒸汽，再利用高压蒸汽发电等解决公司部分生产用能源和动力问题，形成了一条绿色循环经济生产线，有利于降低公司的生产运营成本，实现节能降耗、清洁生产的发展目标。

图表 39. 水泥熟料工艺流程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

4. 盈利预测

随着公司积极推进在建拟建项目，打造新材料产业集群，我们做以下假设：（1）价格方面，2022 年公司聚乙烯醇、醋酸乙烯、PVA 超短纤、切片、可再分散胶粉价格有所上行。2023-2024 年聚乙烯醇、醋酸乙烯价格基于 2022 年水平向下调整，2023-2024 年 PVA 超短纤、切片、可再分散胶粉价格较 2022 年持平。（2）产量方面，公司采取灵活的生产方式，致力于实现公司盈利最大化。因此公司聚乙烯醇、醋酸乙烯、PVA 超短纤、切片、可再分散胶粉产品产量有所上行。此外，公司前期投产项目以及计划于 2022 年三季度投产项目陆续放量有望带来产量增加。公司 100% 收购皖

维硝盛，拓展 PVB 中间膜业务，会为公司带来一定的业绩增量。

结合 PVA 行业格局改善和公司新项目投产进度。我们预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 107.26/115.29/124.25 亿元，归母净利润分别为 17.88/20.26/22.67 亿元，归母净利润对应 EPS 分别为 0.93/1.05/1.18 元。以 2022 年 9 月 1 日收盘价 7.97 元为基准，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 8.59 /7.58/6.77 倍。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

产品技术风险、原材料价格异常波动、环保政策升级等。

1、产品技术风险：由于新产品技术本身的难度及复杂性，致使公司探索、消化、吸收新产品工艺需要较长的时间。同时新产品市场推广也存在较大的不确定性，致使公司或将面临因产品、技术更新换代带来的不确定性。

2、原材料价格异常波动：原材料成本占公司总营业成本的比例较大，受国内疫情、政策、供需等相关因素的影响，原材料价格异常波动将对公司的毛利产生不确定性的影响。

3、环保政策升级：在“双碳”背景下，环保政策日趋严格。公司属于化工细分行业，在生产经营过程中会排放三废。未来环保政策升级或将对公司的生产经营活动产生不确定性的影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8103.15	10725.54	11528.58	12445.25
%同比增速	14.88%	32.36%	7.49%	7.95%
营业成本	6082.17	7724.21	8203.19	8786.66
毛利	2020.98	3001.33	3325.40	3658.60
%营业收入	24.94%	27.98%	28.84%	29.40%
税金及附加	62.62	82.09	88.66	95.48
%营业收入	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
销售费用	37.09	45.61	50.89	53.93
%营业收入	0.46%	0.43%	0.44%	0.43%
管理费用	319.66	343.22	368.91	398.25
%营业收入	3.94%	3.20%	3.20%	3.20%
研发费用	344.92	568.45	611.01	659.60
%营业收入	4.26%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用	94.99	59.65	50.95	36.51
%营业收入	1.17%	0.56%	0.44%	0.29%
资产减值损失	-72.96	-14.52	-3.02	-1.68
信用减值损失	-3.24	0.00	0.00	0.00
其他收益	49.99	85.31	86.82	92.65
投资收益	35.35	39.21	42.14	46.96
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.19	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-2.82	0.01	-0.33	-0.90
营业利润	1171.23	2012.32	2280.57	2551.87
%营业收入	14.45%	18.76%	19.78%	20.50%
营业外收支	-65.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	1105.46	2012.32	2280.57	2551.87
%营业收入	13.64%	18.76%	19.78%	20.50%
所得税费用	127.48	228.17	259.44	290.64
净利润	977.98	1784.15	2021.13	2261.22
%营业收入	12.07%	16.63%	17.53%	18.17%
归属于母公司的净利润	982.13	1787.93	2026.14	2267.21
%同比增速	60.68%	82.05%	13.32%	11.90%
少数股东损益	-4.14	-3.78	-5.01	-5.99
EPS (元/股)	0.51	0.93	1.05	1.18

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.51	0.93	1.05	1.18
BVPS	3.28	4.11	5.05	6.10
PE	12.02	8.59	7.58	6.77
PEG	0.20	0.10	0.57	0.57
PB	1.87	1.94	1.58	1.31
EV/EBITDA	6.93	6.61	5.37	4.27
ROE	15.53%	22.57%	20.83%	19.29%
ROIC	13.04%	16.92%	16.00%	15.20%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1852.39	3258.41	5134.20	6928.73
交易性金融资产	29.68	29.68	29.68	29.68
应收账款及应收票据	1544.49	1974.23	1863.04	2296.15
存货	909.42	848.87	996.15	1005.31
预付账款	298.60	260.90	297.43	330.12
其他流动资产	222.30	343.09	387.83	352.22
流动资产合计	4856.87	6715.18	8708.32	10942.20
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10
投资性房地产	17.57	17.23	16.91	16.60
固定资产合计	3772.28	4187.32	4434.66	4587.82
无形资产	420.85	431.66	433.01	433.19
商誉	4.47	4.47	4.47	4.47
递延所得税资产	58.71	58.71	58.71	58.71
其他非流动资产	2523.20	2168.30	2065.89	2066.25
资产总计	11654.04	13582.97	15722.06	18109.34
短期借款	1830.01	2016.16	2187.05	2304.02
应付票据及应付账款	1780.55	1815.29	1928.58	2133.25
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	76.80	77.44	86.06	93.95
应交税费	78.75	124.18	128.47	137.53
其他流动负债	748.03	818.45	857.57	889.26
流动负债合计	4514.15	4851.52	5187.73	5558.00
长期借款	320.00	320.00	320.00	320.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	112.31	112.31	112.31	112.31
其他非流动负债	349.67	349.67	349.67	349.67
负债合计	5296.12	5633.49	5969.70	6339.98
归属于母公司的所有者权益	6326.01	7921.35	9729.24	11752.24
少数股东权益	31.90	28.13	23.12	17.13
股东权益	6357.92	7949.48	9752.36	11769.37
负债及股东权益	11654.04	13582.97	15722.06	18109.34

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1510.34	1739.20	2272.76	2262.18
投资	-51.06	-4.46	-4.55	-4.57
资本性支出	-888.95	-283.32	-303.67	-294.95
其他	96.28	39.21	42.14	46.96
投资活动现金流净额	-843.72	-248.57	-266.08	-252.56
债权融资	-2444.51	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	2000.00	186.15	170.89	116.97
筹资成本	-318.44	-270.76	-301.78	-332.06
其他	7.61	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-755.34	-84.62	-130.89	-215.09
现金净流量	-87.20	1406.02	1875.79	1794.53

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%~-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>