



皖维高新 (600063.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

PVA 龙头，新材料打开成长空间

投资逻辑

聚乙烯醇(PVA)龙头企业,围绕 PVA 产业链布局一系列新材料等产品。公司目前是国内产品系列最全的聚乙烯醇(PVA)生产商,在安徽、内蒙、广西、浙江布局四个产地,PVA 产业链上拥有化工、化纤、新材料、建材四大系列 40 多个产品。

公司这些年加大新材料项目资本开支。截至 2023 年 3 季度,公司投资新建的年产 1 万吨汽车胶片级 PVB 树脂、年产 2 万吨可再分散性胶粉、年产 3.5 万吨差别化 PET 聚酯切片、年产 5000 吨功能性 PVA 树脂、年产 700 万平方米 PVA 光学薄膜、年产 700 万平方米偏光片、年产 6 万吨 VAE 乳液等十大新材料项目全部竣工投产,公司产品结构得到进一步优化,初步形成了以 PVA 产业为核心,以高端功能膜材料为引领的五大产业链。

PVA 光学膜和 PVB 新材料放量。公司 700 万平米大尺寸 PVA 光学膜突破国外技术封锁,23 年 4 月正式量产供货,客户是三利谱、深纺织这些偏光片企业,可用于大尺寸液晶面板,打破日本可乐丽和合成化学的垄断。公司将再扩产 3000 万平米大尺寸 PVA 光学膜,进一步扩大 PVA 产业链优势。公司目前是 PVA—PVB 树脂—PVB 胶片的全产业链企业,目前 PVB 中间膜产能 2 万吨/年,未来公司将拥有 PVB 中间膜产能 4 万吨/年。公司光伏级 PVB 膜片在下游光伏组件厂认证顺利,一旦 BIPV 需求启动,将显著受益。

三季度公司传统业务产品价格下跌。2023 年前三季度公司实现营业收入 67.0 亿元,同比-7.98%,实现归母净利润 4.1 亿元,同比-68.6%。第三季度看,实现营收 21.4 亿元,同比-3.7%,环比-9.0%,实现归母净利润 0.59 亿元,同比-81.7%,环比-72.8%。前三季度业绩同比降低,原因是公司主要产品价格出现大幅下滑:前三季度 PVA 销售均价 11907.15 元/吨,同比-40.8%,实现收入 18.0 亿元,同比-38.4%。

盈利预测、估值和评级

我们预测,公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 89.81 亿/109.31 亿/120.32 亿元,同比-9.66%/+27.71%/+10.07%,归母净利润 4.88 亿/6.56 亿/8.7 亿元,同比-64.36%/+34.39%/+32.74%,对应 EPS 为 0.23/0.30/0.40 元,当前市值对应 PE 分别为 18.23X /13.57X /10.22X,考虑到公司新材料放量带来的成长性,我们给予公司 2024 年 15X,目标价 4.5 元/股,首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示

产能投放不及预期的风险;研发进度不及进度的风险;下游需求不及预期的风险;产品和原材料价格波动的风险。

基础化工组

分析师:王明辉(执业 S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

分析师:陈屹(执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价(人民币):4.12 元

目标价(人民币):4.50 元



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,103	9,942	8,981	10,931	12,032
营业收入增长率	14.88%	22.69%	-9.66%	21.71%	10.07%
归母净利润(百万元)	982	1,369	488	656	870
归母净利润增长率	60.68%	39.42%	-64.36%	34.39%	32.74%
摊薄每股收益(元)	0.510	0.634	0.226	0.304	0.403
每股经营性现金流净额	0.78	1.06	0.02	0.67	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.53%	17.67%	6.08%	7.79%	9.74%
P/E	12.02	9.22	18.23	13.57	10.22
P/B	1.87	1.63	1.11	1.06	1.00

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司是 PVA 龙头，围绕产业链进行产品布局.....	4
1.1 公司以 PVA 为核心，打造全产业链.....	4
1.2 国企改革，充分激发管理层积极性.....	6
1.3 公司业绩表现稳健.....	6
二、PVA 需求稳定增长，竞争格局不断优化.....	8
2.1 PVA 需求稳定增长，下游消费结构进一步拓展.....	8
2.2 PVA 未来新增产能只有皖维，竞争格局逐步向好.....	8
2.3 公司 PVA 优势显著.....	9
三、产业链延伸，布局新材料业务.....	11
3.1 公司 PVA 光学膜研发突破，未来将逐步实现进口替代.....	11
3.2 纵向延伸打造 PVB 业务全产业链.....	13
3.3 VAE 乳液.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	17
核心假设.....	17
投资建议及估值.....	19
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司依托 PVA 产业链打造的四大类产品.....	4
图表 3：PVA 产品产业链的构成及循环路线.....	5
图表 4：公司股权结构.....	6
图表 5：超额利润分享三大基本原则.....	6
图表 6：营业收入及增速.....	7
图表 7：归母净利润及增速.....	7
图表 8：公司主营产品产量走势（万吨）.....	7
图表 9：公司主营产品销量走势（%）.....	7
图表 10：公司研发投入及研发费用率.....	7
图表 11：公司费用率.....	7
图表 12：2022 年 PVA 全球消费结构.....	8
图表 13：2022 年 PVA 中国消费结构.....	8
图表 14：国内 PVA 产能及工艺路线.....	8



图表 15: 海外 PVA 产能及工艺路线.....	9
图表 16: 国内 PVA 供需情况.....	9
图表 17: PVA 开工率.....	9
图表 18: PVA 生产工艺: 乙炔法和乙烯法.....	10
图表 19: 电石管控政策.....	10
图表 20: 电石法 PVA 价差 (元/吨)	11
图表 21: 6 万吨乙烯法特种聚乙烯醇升级改造项目.....	11
图表 22: PVA 位于偏光片产业链上游.....	12
图表 23: 全球偏光片出货量 (亿平方米)	12
图表 24: PVA 光学膜产能情况.....	13
图表 25: PVB 中间膜生产流程.....	13
图表 26: 2021 年全球 PVB 树脂消费结构.....	14
图表 27: 2021 年中国 PVB 树脂消费结构.....	14
图表 28: 国内主要 PVB 树脂和膜生产厂商产能情况.....	14
图表 29: 皖维铂盛的建筑级 PVB 胶片质量.....	15
图表 30: 皖维铂盛的汽车级 PVB 胶片质量.....	15
图表 31: 皖维铂盛具有 2 万吨 PVB 中间膜产能.....	15
图表 32: 2022 全球 VAE 消费结构.....	16
图表 33: 2022 国内 VAE 消费结构.....	16
图表 34: 全球市场区域分布 (万吨)	16
图表 35: 全球 VAE 产能 (万吨) 预测.....	16
图表 36: 中国 VAE 产能 (万吨) 预测.....	17
图表 37: 公司 VAE 乳液的销量 (吨)	17
图表 38: 公司 VAE 乳液的销售价格 (元/吨)	17
图表 39: 分业务收入及毛利率.....	18
图表 40: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19

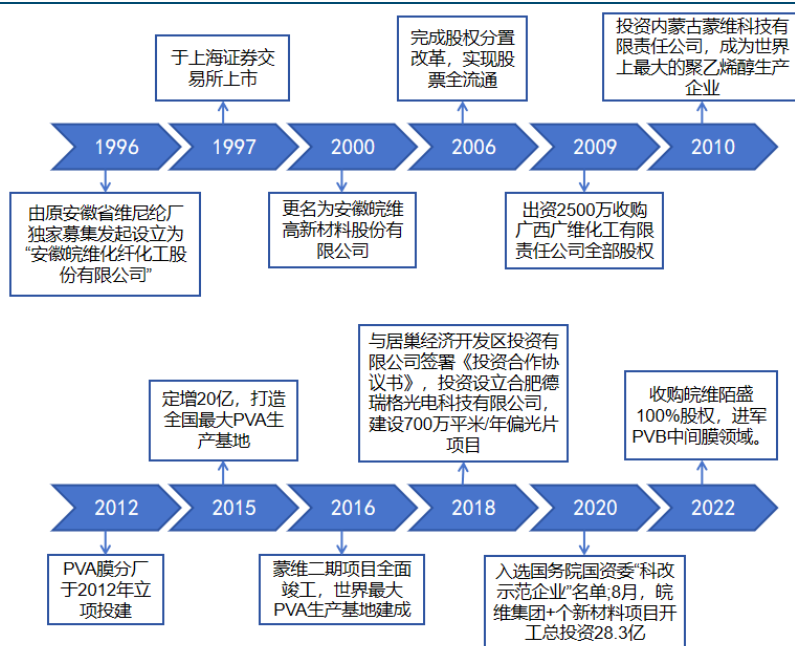


一、公司是 PVA 龙头，围绕产业链进行产品布局

1.1 公司以 PVA 为核心，打造全产业链

公司是目前国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的聚乙烯醇（PVA）系列产品生产商，多年来专注于 PVA 及相关产品的开发、生产与销售，公司 PVA 产品生产能力位居全国第一、世界前列，市场占有率占国内市场的 30% 以上；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 60% 以上，国际市场占有率约为 40% 左右；其他产品如水泥、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，综合实力位居国内同行业首位。

图表1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

公司根据 PVA 产业链不断延伸，建成化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成电石—PVA—PVA 纤维、膜用 PVA—PVA 光学薄膜—偏光片、PVA—PVB 树脂—PVB 胶片、生物质酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAC—VAE—可再分散乳胶粉等五大产业链。

图表2：公司依托 PVA 产业链打造的四大类产品

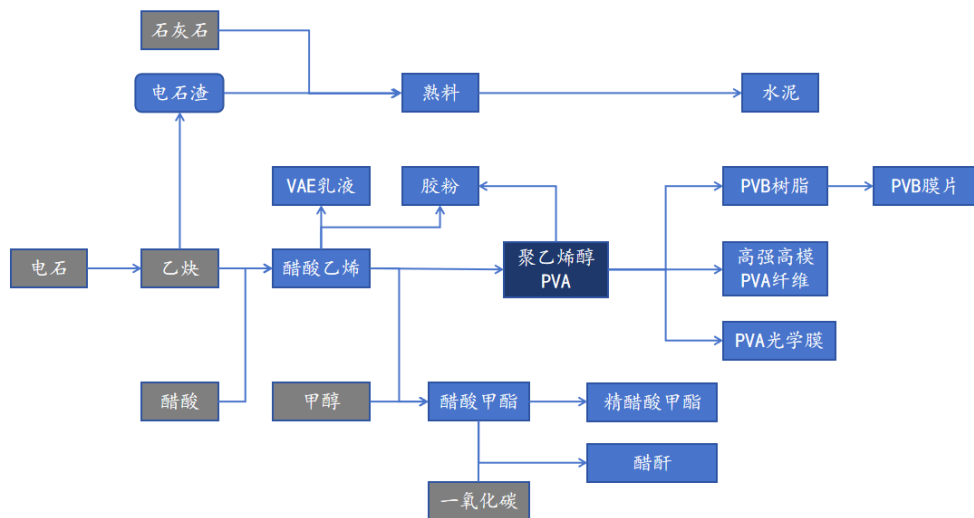
分类	主要产品	基本情况	主要应用	生产情况
化工产品	PVA(聚乙烯醇)	由醋酸乙烯（VAC）经聚合、醇解制成，具有较好的粘接性、成膜性、耐油性、胶体保护性、无污染、可降解特性。	传统用于合成维尼纶纤维及用于粘合剂、纺织浆料等方面，近年汽车、建筑用安全玻璃需求快速上升。	公司具有 31 万吨 PVA 产能，在建 6 万吨特种 PVA。2023 前三季度公司产量 18.22 万吨。
	VAE 乳液	以乙酸乙烯酯单体和乙烯单体为原料聚合合成。具有永久性柔软、耐水、耐候、耐低温、粘合速度快、粘合强度高、使用安全无毒等优点。	用于胶黏剂、外墙外保温、建筑防水、涂料以及各种极性与非极性材料的通用粘接。	生产企业主要有美国空气产品、美国塞拉尼斯、台湾大连化学、美国里奇霍德、瓦克化学（韩国）、北京有机化工厂、皖维高新、四川川维，总产能达 214 万吨/年。公司 VAE 乳液产能 12 万吨，2023 前三季度产量 10.35 万吨。
化纤产品	高强高模 PVA 纤维	具有良好的力学性能、生物相容性和无毒性，与水的亲和性较好。	是替代工业石棉《会引发肺病》的理想材料，用于水泥、陶瓷建筑材料的增强。	2021 年全球需求量约 8 万吨，其中 88% 用于建材领域替代石棉，少量用于混凝土行业。公司产能 3.5 万吨，2023 前三季度公司产量 1.37 万吨。



新材料产品	PVB 树脂	聚乙烯醇和正丁醛进行缩合反应而成，具有高度的透明性、良好的耐寒性、耐水性、成膜性和抗冲击性能。	用于汽车以及建筑业的夹层安全玻璃，以吸收冲击能，且可隔、抗紫外线。	约 80%以上用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃，14%用在光伏材料中，其余用于胶水、染料等材料中。供给端，80%市场份额被美国首诺、日本积水、美国杜邦和日本可乐丽占据，四家企业垄断高尖端应用。公司产能 2 万吨，2023 前三季度产量 1.04 万吨。
	可再分散乳胶粉	具有高柔韧性、高耐候性和对各种基材的高粘结性，是干混砂浆中重要的添加剂。	用于外墙保温、瓷砖粘结、界面处理、粘结石膏、粉刷石膏、建筑内外墙腻子、装饰砂浆等建筑领域。	目前国内可再分散乳胶粉产能达到 15 万吨，需求量约 10 万吨。随着预拌干混砂浆技术的推广，及对建筑砂浆在工地现场搅拌的限制，应用或进一步发展。公司(皖维花山)产能 4 万吨，2023 前三季度产量 4.05 万吨。
	偏光片	以聚乙烯醇为原料，经溶解、挤出、涂布、干燥后成膜。具有良好的力学、光学性能。	是液晶显示关键材料偏光片的核心膜材。	全球仅四家生产，市场份额中可乐丽占 70%以上，且可乐丽垄断了膜用 PVA 原料；合成化学占 20%左右；皖维高新、台湾长春占不足 1%，且面向中低端市场。2022 年 10 月公司 700 万平方米产能投产，总产能达 1200 万平方米。2023 前三季度产量 279.2 万平方米。
		液晶显示器的成像必须依靠偏振光。偏光片的结构包括最中间的 PVA、两层 TAC、压敏胶、离型膜、保护膜。	主要用在液晶显示面板上。	主要生产商有日本电工、住友化学、三立、PALANOTEC、LG 化学、力特等。我国偏光片研发技术落后，产能大部分被日韩企业占据。2022 年 10 月 公司(德瑞格)700 万平方米偏光片项目投产。
新型建材产品	水泥、熟料	利用 PVA 生产过程中产生的工业废渣制成。	建筑建材。	公司具有年产 300 多万吨水泥及熟料能力。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表3: PVA 产品产业链的构成及循环路线



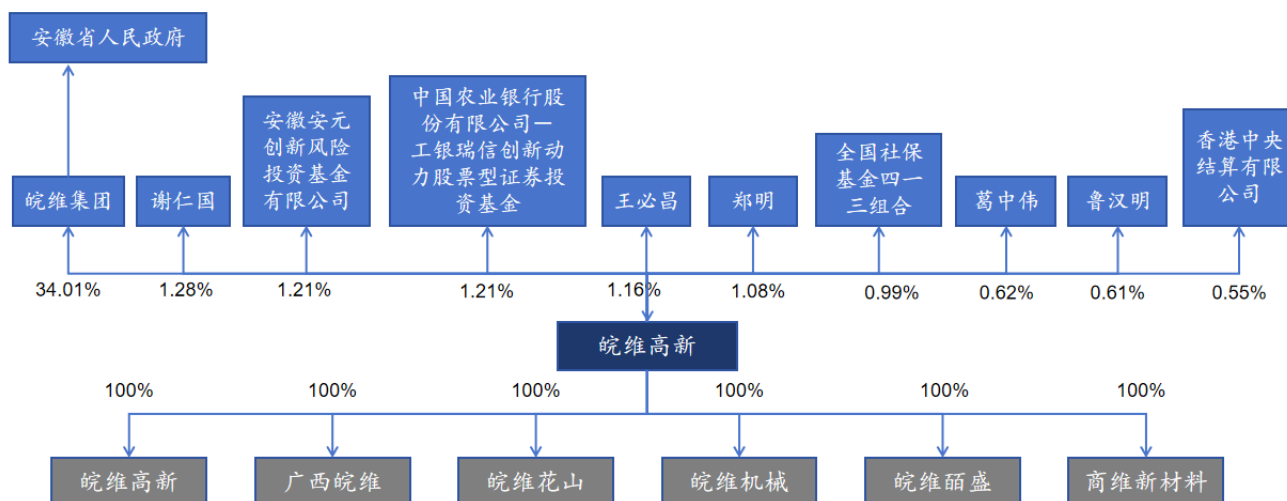
来源：公司公告，国金证券研究所



1.2 国企改革，充分激发管理层积极性

公司股东为皖维集团，实控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(安徽省国资委 100%控股)，持股比例为 34.01%，其余股东持股比例均不超过 2%。公司拥有 6 家全资控股子公司，分别为蒙维科技、广西皖维、皖维花山、皖维机械、皖维铂盛、商维新材料，蒙维科技从事 PVA、水泥/熟料业务，广西皖维主要生产 PVA、VAE 乳液、醋酸乙烯和醋酸甲酯，皖维花山从事可再分散性胶粉、环保建材业务，皖维机械生产车刨铣钻设备、弧焊设备，皖维铂盛主要生产销售 PVB 胶片，商维新材料主要生产 PVA 水溶纤维。

图表4：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

2020 年 4 月，皖维高新被列入国务院国资委“科改示范企业”专项行动。2022 年 11 月，皖维高新按照《“双百企业”和“科改示范企业”超额利润分享机制操作指引》(国企改革办发〔2021〕1 号)编制印发了《皖维高新超额利润分享方案(2022-2024 年度)》，开始实施超额利润分享。

图表5：超额利润分享三大基本原则

超额利润分享三大基本原则	
1	超额利润分享范围包括公司及合并报表范围内的子公司
2	超额利润内部分配遵循“岗位关联、绩效挂钩”的原则
3	公司高管人员合计所获得的超额利润分享比例不超过超额利润分享额的 30%

来源：公司公告，国金证券研究所

皖维高新此次年度超额利润分享额不超过公司当年超额利润的 30%，即：年度超额利润分享额 \leq (年度实现净利润-年度目标净利润值)*30%。在递延支付方面，皖维高新的超额利润分享额在工资总额中列支，提取后开设专户进行统一管理，一般采用递延方式予以兑现，分三年兑现完毕。第一年兑现比例 50%，第二年兑现 30%，第三年兑现 20%。

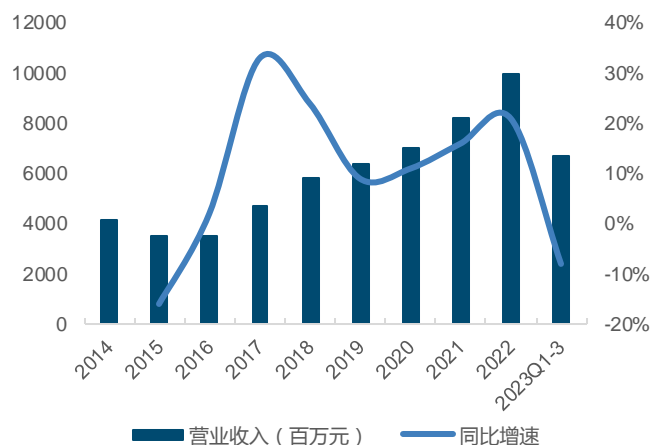
建立超额利润分享机制，一方面是加快推进国企改革的需要，可以充分激励核心技术和骨干人才的创新创造动能，加快改革发展步伐，另一方面，也是企业实现可持续发展的需要，可以在充分调动人员积极性的同时，积极推动技术产业化和科技成果转化。

1.3 公司业绩表现稳健

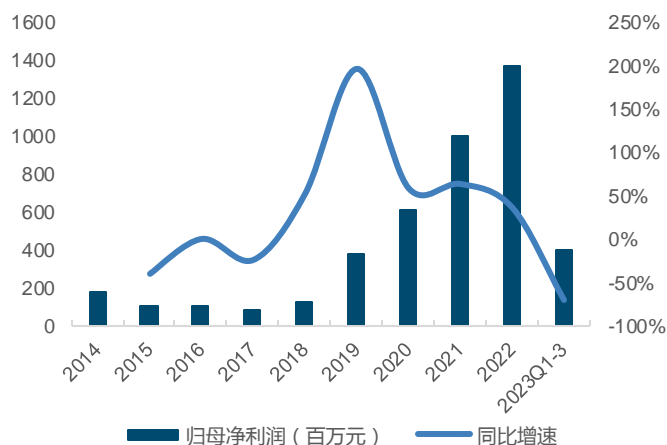
在 2020-2022 年，公司业绩持续稳定增长。公司持续拓展业务，营收规模持续上升，2014-2022 年公司营收复合增速达 10%，归母净利润复合增速达 27%。2022 年营收达到 99 亿元，同比+21%，归母净利润为 13.7 亿元，同比+37%。增长主要因为主产品聚乙烯醇、醋酸乙烯、聚酯切片、可分散性胶粉销售量增加及价格上涨所致。2023 前三季度公司营收为 66.09 亿元，同比-7.98%，公司归母净利润为 4.06 亿元，同比-68.87%，营业收入和净利润下降的原因主要是聚乙烯醇、醋酸乙烯等主产品价格下降所致。



图表6: 营业收入及增速



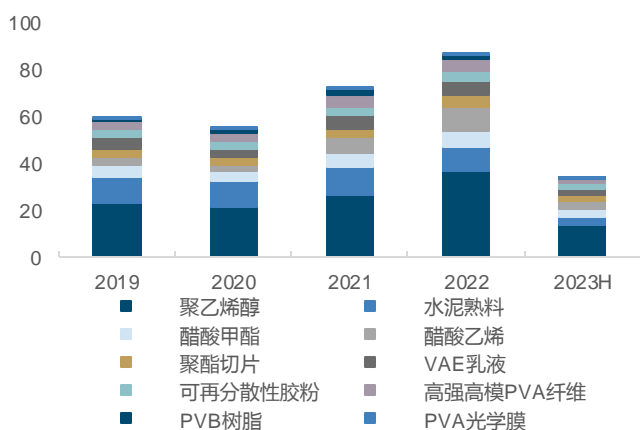
图表7: 归母净利润及增速



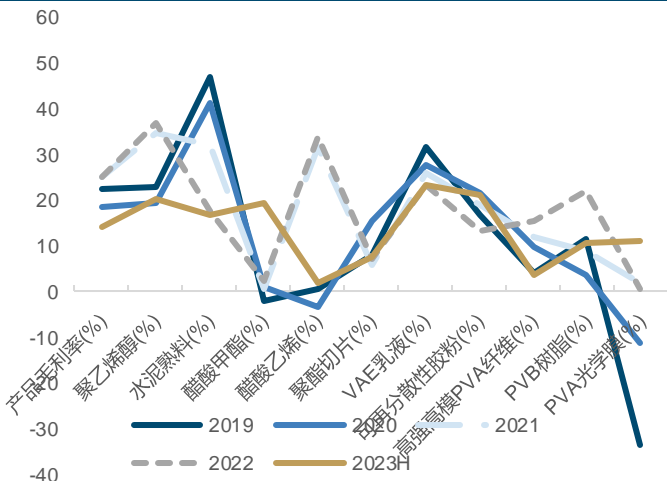
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 公司主营产品产量走势 (万吨)



图表9: 公司主营产品销量走势 (%)

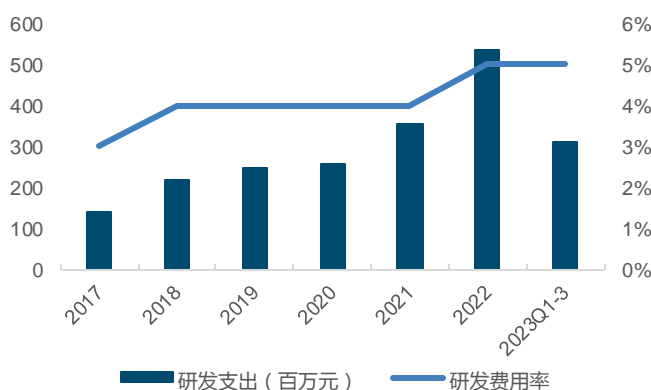


来源: Wind、国金证券研究所

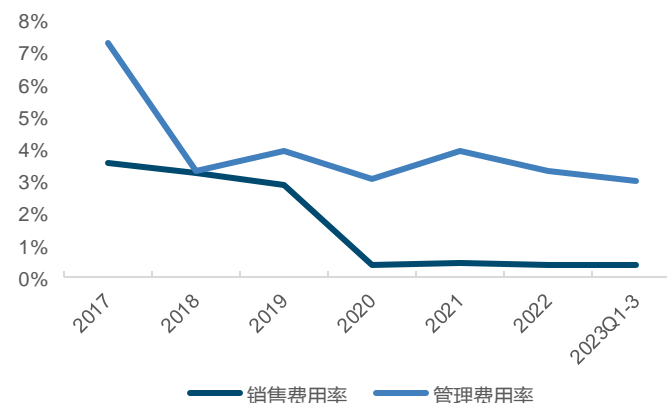
来源: Wind、国金证券研究所

公司期间费用率不断优化。公司整体期间费用从2017年的13.3%下降至2022年的9.1%，期间费用的优化得益于公司产品质量提升从而降低了管理、财务费用率，销售费用率降低主要系2020年执行新收入准则，将运输费、装卸费重分类至主营业务成本中核算所致。公司从2018年开始加大研发投入，研发费用在营收中的占比逐年提升。

图表10: 公司研发投入及研发费用率



图表11: 公司费用率



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

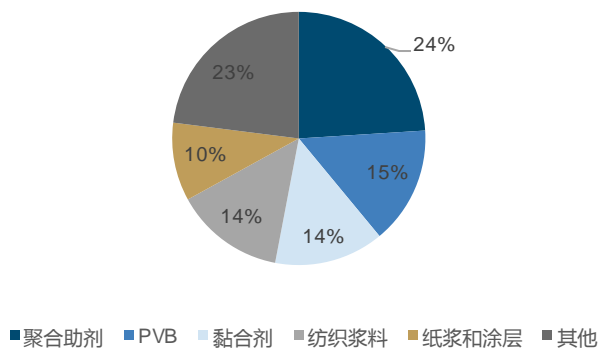


二、PVA 需求稳定增长，竞争格局不断优化

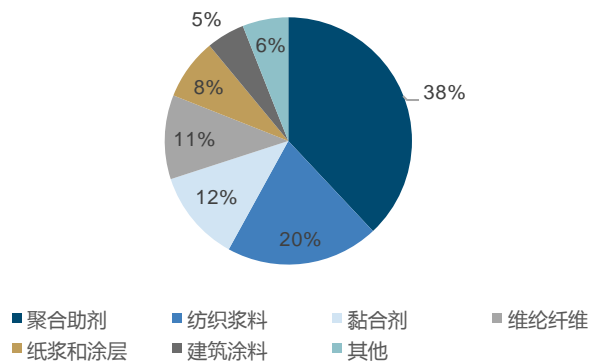
2.1 PVA 需求稳定增长，下游消费结构进一步拓展

从应用领域来看，PVA 除作合成维纶纤维的原料之外，主要应用在粘合剂、纺织浆料、造纸等方面，随着新技术、新工艺、新用途的应用和发掘，在薄膜、土壤改良剂、食品包装、建材、医药、制革、造纸、电子、环保等行业也有广泛的应用前景。

图表12：2022 年 PVA 全球消费结构



图表13：2022 年 PVA 中国消费结构



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

我国 PVA 应用领域有进一步升级的空间。我国聚乙烯醇主要用于生产聚合助剂、织物浆料、维纶纤维及粘合剂等，随着我国经济的发展，高支高密高档纺织品内需和出口增加，高档造纸业、石油开采业发展速度加快，汽车工业蓬勃发展，汽车、建筑用安全玻璃需求快速上升，这些行业对聚乙烯醇新产品的开发提供了广阔的发展空间。同时，国内大量基础设施建设为粘合剂市场提供发展机遇，电子、造纸、医药、精细化工行业的稳步发展，也进一步推动聚乙烯醇需求的上升。

2.2 PVA 未来新增产能只有皖维，竞争格局逐步向好

国内 PVA 行业完成洗牌，新增产能规划只有皖维高新。“十三五”时期，在产业结构调整指引下，国内 PVA 产业开始去产能，先后关闭或永久停产江西江维科技股份有限公司、湖南湘维有限公司、福建纺织化纤集团有限公司、云南云维股份有限公司、北京东方石油化工有限公司有机化工厂、贵州水晶有机化工集团公司以及兰州新西部维纶有限公司等企业产能，共计 30 多万吨产能，完成第一轮洗牌。当前国内保留聚乙烯醇产能的企业仅有 8 家，合计产能 109.6 万吨，行业集中度大幅提高，且新增产能规划只有皖维高新。

图表14：国内 PVA 产能及工艺路线

生产厂家	产能（万吨）	工艺路线	备注
上海石化股份有限公司化工事业部	4.6	石油乙炔法	部分运行
中国石化集团重庆川维化工有限公司	16	天然气乙炔法	运行
安徽皖维新材料股份有限公司	6（安徽）	石油乙炔法	建设中
	5（广西）	生物乙炔法	运行
	20（内蒙古）	电石乙炔法	运行
台湾长春集团	12（江苏）	石油乙炔法	运行
宁夏大地循环发展股份有限公司	13	电石乙炔法	运行
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	13	电石乙炔法	运行
中国石化长城能源化工（宁夏）有限公司	10	电石乙炔法	运行
湖南省湘维有限公司	10	电石乙炔法	部分运行
合计	109.6		

来源：公司公告，国金证券研究所

全球聚乙烯醇（PVA）生产主要集中在中国、日本、美国等少数几个国家和地区，总装置产能约 185 万吨，2022 年实际产量约 130 万吨左右，其中亚太地区是主要生产地区，



占世界总产量 80%以上。全球具有代表性的企业主要有日本可乐丽株式会社、日本积水化学工业株式会社、日本合成化学工业株式会社、安徽皖维高新新材料股份有限公司、中国石油化工集团有限公司、台湾长春集团、内蒙古双欣环保材料股份有限公司和宁夏大地循环发展股份有限公司等。

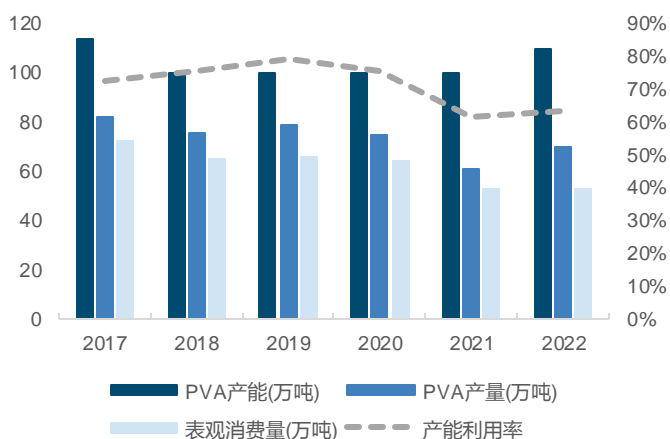
图表15：海外 PVA 产能及工艺路线

国家或地区企业名称	产能（万吨）	工艺路线	备注
日本可乐丽株式会社	25.8	乙烯法	日本冈山 9.6 万吨，日本柏崎 2.8 万吨，德国法兰克福赫斯特 9.4 万吨，美国得克萨斯 4.0 万吨
朝鲜顺川工厂	1	电石乙炔法	
朝鲜“二八”维尼纶厂	0.5	电石乙炔法	
日本积水化学工业株式会社	15	乙烯法	西班牙 Tarragona 4.0 万吨，美国塞拉尼斯 10 万吨（其中 Calvert 5.5 万吨，Pasadena 4.5 万吨），日本本土 1 万吨
日本合成化学工业株式会社	7	乙烯法	
日本 DK（DS Poval）株式会社	3	乙烯法	电气合成与积水合资公司
日本尤尼吉卡（JVP）	7	乙烯法	
美国杜邦公司	6.5	乙烯法	
美国首诺公司	2.8	乙烯法	欧洲 1.6 万，本土 1.2 万
英国辛塞默	1.2	乙烯法	
德国瓦克	1.5	乙烯法	
KAP（新加坡）	4	乙烯法	可乐丽与合成化学合资公司
合计	75.3		

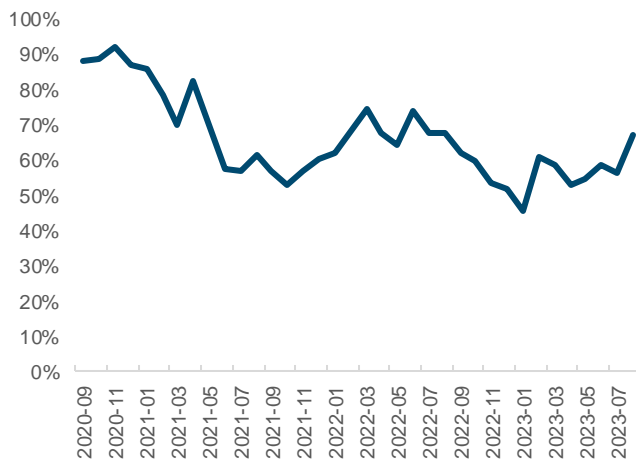
来源：公司公告，国金证券研究所

2022 年我国 PVA 总产能 109.6 万吨，产量 69.2 万吨，表观消费量 52.6 万吨，受湘维公司复产冲击，市场供需平衡被打破，22 年聚乙烯醇行业各厂家（包含：上海石化、川维化工、皖维高新、台湾长春、宁夏大地、双欣环保、宁夏能化、湖南湘维）开工率基本处于 60%-80%之间。

图表16：国内 PVA 供需情况



图表17：PVA 开工率



来源：wind，百川盈孚，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

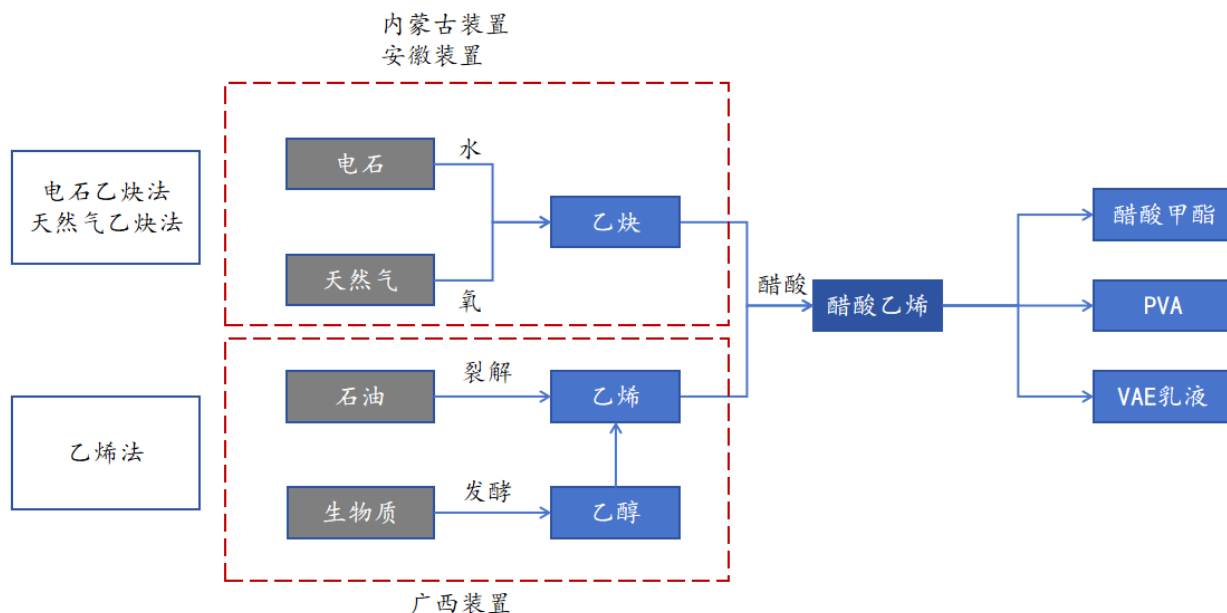
2.3 公司 PVA 优势显著

PVA 生产工艺路线长、技术复杂、难度大，主要有电石乙炔法、石油乙烯法、天然气乙炔法三种工艺路径，其中电石乙炔法最早实现工业化生产，工艺操作简单、产率高、副产物易于分离，但会对环境造成严重的污染，国内以该生产路线为主，工艺占比 62.3%；石油乙烯法由日本可乐丽公司首次开发成功并实现工业化生产，工艺产品质量好，设备易于维护、管理和清洗、热能利用高，国际上生产 PVA 以乙烯法为主，工艺占比 98.01%；天然气乙炔法技术成熟、生产的乙炔有利于综合利用，但该工艺乙炔路线投资和技术难度比较



大，国内仅有中石化集团四川维尼纶厂一家采用该工艺进行生产。

图表18: PVA 生产工艺：乙炔法和乙烯法



来源：公司公告，国金证券研究所

电石的产品属性决定其生产过程具有能耗高的特点，在节能减排政策持续发力的大背景下，电石行业仍处于去产能的调整阶段。根据统计，目前业内长期停产的电石产能约有 350 万-400 万吨/年，产能 10 万吨/年及以下的小电石炉装置产能仍有 120 万吨/年。根据工业和信息化部日前发布的《电石行业规范条件(征求意见稿)》，行业的能耗标准将更加严格，单台炉容量小于 12500 千伏安的电石炉或将被列入淘汰名单，产能整合还将继续。

图表19: 电石管控政策

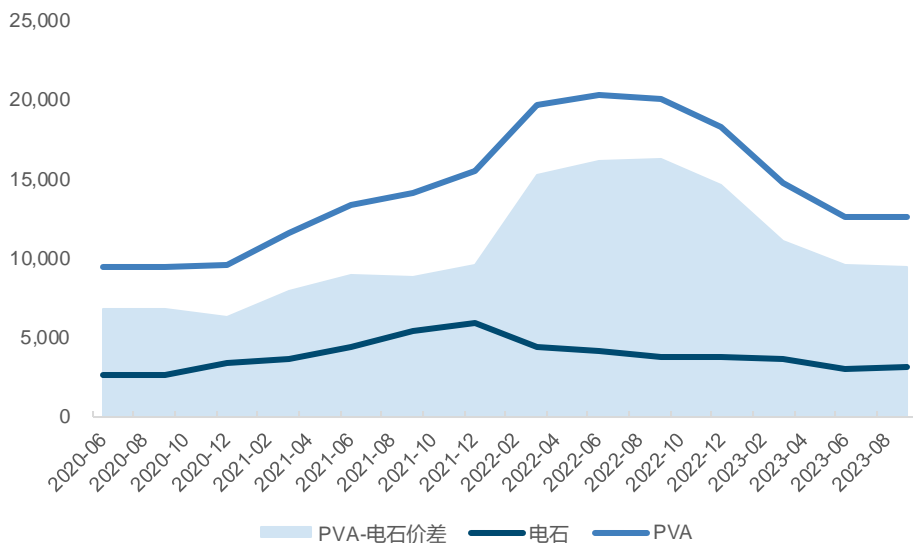
时间	政策及内容
202110	国务院发改委《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》“推动 30 万吨/年及以下乙烯、10 万吨/年及以下电石装置加快退出”。
202204	工业和信息化部等六部门《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》“严控炼油、磷铵、电石、黄磷等行业新增产能”。
202209	内蒙古工信厅《关于加快淘汰落后和化解过剩产能落实能耗双控目标任务的通知》“至 2023 年，钢铁、铁合金、电石、焦炭、石墨电极行业限制类产能全部有序退出”。
202302	《江苏省工业领域及重点行业碳达峰实施方案》“严格管控氮肥、磷肥、电石、烧碱、纯碱、黄磷等新增产能”。

来源：政府网站，国金证券研究所

能耗双控政策趋严，未来电石产能很难新增，但下游需求持续扩张，未来，随着电石行业的持续转型升级，行业产能和市场份额将进一步向能源地、上下游循环产业链、拥有技术和资金优势的龙头企业集中，形成更为显著的竞争优势。公司自备 45 万吨电石产能、55 万吨醋酸乙烯产能，将享受成本红利。2021 年 3 月份开始，在电石成本驱动下，外购电石或醋酸乙烯的企业成本大幅提升，PVA 价格加速上涨，价差持续扩大，2021 年 PVA 价格最高至 27618 元/吨，价差最高达 22674 元/吨。2023 年 10 月，电石和 PVA 价格均呈现不同程度的下滑，当前电石价格 3065 元/吨，PVA 价格 12534 元/吨，价差为 9469 元/吨，整体价格风险充分释放。



图表20：电石法 PVA 价差（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

皖维高新全资子公司广西皖维拥有 5 万吨 PVA 产能，其利用当地甘蔗蜜糖等生物质资源，已经打通了酒精-乙烯-醋酸乙烯-PVA 这条工艺路线，拥有成熟的专有技术。项目依托中国最大蔗糖生产省区广西省，使用甘蔗榨糖后的糖蜜废液进行发酵生产酒精，利用酒精生产乙烯原料，进而生产醋酸乙烯（VAC）、聚乙烯醇（PVA）、醋酸乙烯-乙烯共聚乳液（VAE）等产品。同时，过程中产生的二氧化碳废气和浓缩液，用来生产食用二氧化碳和有机肥料。

一直以来国内 PVA 企业绝大多数都是以电石乙炔法工艺路线生产 PVA，这种方法存在高耗能、高污染、高成本等问题，质量与国外同行相比也有差距。公司通过这些年的技术积累，已经掌握乙烯法路线的关键技术，6 万吨乙烯法特种聚乙烯醇升级改造项目预计 23 年年底建成投产。

图表21：6 万吨乙烯法特种聚乙烯醇升级改造项目

建设内容	
在建产能	6 万吨特种 PVA
	18 万吨乙烯法醋酸乙烯
	9 万吨副产品醋酸甲酯
淘汰产能	9 万吨聚乙烯醇（PVA）
	18 万吨乙炔法醋酸乙烯

来源：公司公告，国金证券研究所

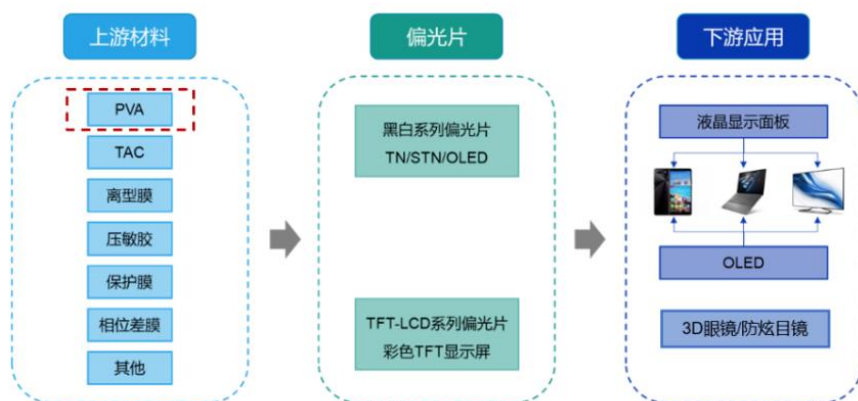
三、产业链延伸，布局新材料业务

3.1 公司 PVA 光学膜研发突破，未来将逐步实现进口替代

PVA 光学膜属于 PVA 制品的高端领域，是偏光片的核心膜材料。



图表22: PVA 位于偏光片产业链上游

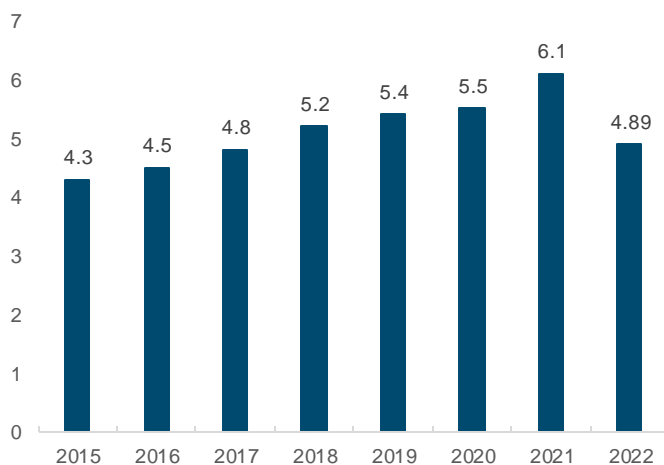


来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

由于全球消费类电子终端（电视、平板电脑、智能手机等）需求的持续增长和屏幕面积的持续扩大，带动全球显示面板行业快速发展；另一方面世界显示面板和偏光片的生产不断向中国集中，国内厂商加快产能扩张的步伐。

在市场下行的 2022 年，偏光片市场存在一定萎缩。根据 Yano Research 数据显示，2022 年全球偏光片产量约为 4.89 亿平方米，同比减少 21%。而近年来，随着全球显示面板产业正在不断向中国大陆转移，中国大陆面板产能逐年提高，中国偏光片产业在全球的份额也将稳步提升。2022 年中国厂商的偏光片产能规模达到 3.3 亿平方米，占全球市场比重为 67%。

图表23: 全球偏光片出货量（亿平方米）



来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

目前，全球 PVA 光学膜市场基本是由日本可乐丽（70%）和合成化学两家公司垄断。随着液晶显示器生产规模的不断扩大，中国光学级 PVA 膜消费量迅速增长。但是，由于光学级 PVA 膜的技术壁垒较高，国内尚未完全突破，90% 以上的光学级 PVA 膜仍需进口，未来国产材料替代空间巨大。目前，国内具备 PVA 光学膜生产能力的企业仅有两家，分别为公司和长春化工（台资企业）。公司 700 万平米大尺寸 PVA 光学膜突破国外技术封锁，成为国内偏光片企业供应商，23 年 4 月正式量产供货，客户是三利谱、深纺织这些偏光片企业，可用于大尺寸液晶面板，打破日本可乐丽和合成化学的垄断，随着下游客户的不断导入，公司将再扩产 3000 万平米大尺寸 PVA 光学膜。



图表24: PVA 光学膜产能情况

企业名称	产能	备注
日本可乐丽	2.64 亿平方米	2024 年预计达 2.96 亿平方米
日本三菱化学	1.3 亿平方米	
台湾长春化工	1800 万平方米	
皖维高新	1200 万平方米	2000 万平方米预计 25 年初投产
川维化工	800 万平方米	目前客户验证阶段

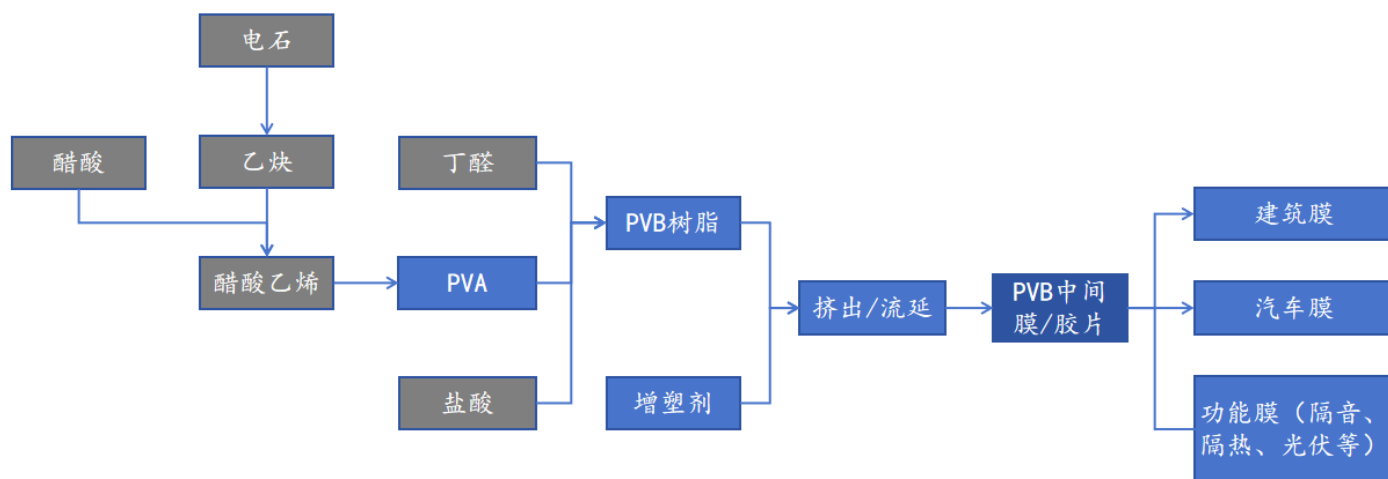
来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 纵向延伸打造 PVB 业务全产业链

聚乙烯醇缩丁醛树脂是由聚乙烯醇（PVA）与丁醛于触媒作用下进行缩醛反应所合成的一种溶剂型树脂。因为 PVB 树脂本身含有不少比例的羟基，所以可以跟一些热固型树脂发生架桥反应来提升化学药品性及涂膜硬度等性能。由于 PVB 树脂具有上述的各种优异特性，所以被广泛的应用于汽车与建筑物的胶合安全玻璃中间膜、伐锈底漆、烤漆、木器漆、印刷油墨、电子陶瓷及印刷电路板之接着剂、金属与金属、金属与塑胶间之接着剂、热熔胶之改质剂、纺织品铁维防水加工等。

PVB 树脂主要用于汽车以及建筑业制造夹层安全玻璃，即把 PVB 树脂首先压制成薄膜，然后镶嵌在玻璃板之间来制作夹层玻璃板，安全玻璃中的夹层材料能够吸收一定的冲击能，而且这种材料隔音效果好，抗紫外线。

图表25: PVB 中间膜生产流程

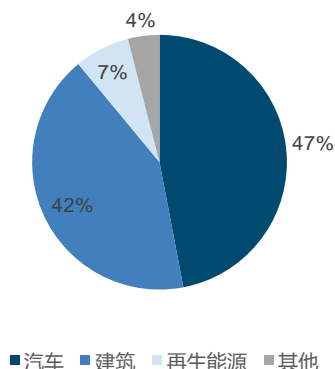


来源：华经情报网，国金证券研究所

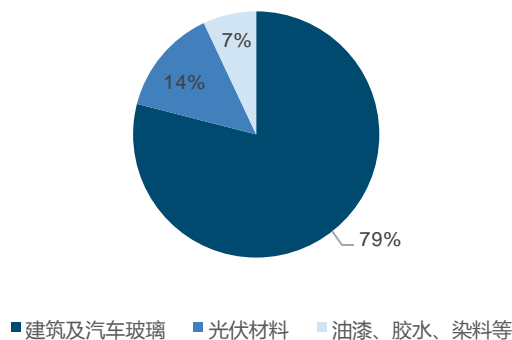
从下游消费结构看，约 79%的 PVB 树脂用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃，14%用在光伏材料中，其余的 7%应用于油漆、胶水、染料等材料中。2022 年我国 PVB 树脂总需求量预计为 15 万吨，对应市场规模约 22 亿元，其中膜用 PVB 树脂约 13 万吨，其它行业 PVB 树脂的需求量约 2 万吨。



图表26: 2021 年全球 PVB 树脂消费结构



图表27: 2021 年中国 PVB 树脂消费结构



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

PVB 树脂全球 80% 的市场份额被美国首诺、日本积水化学、美国杜邦和日本可乐丽四家企业占据。

图表28: 国内主要 PVB 树脂和膜生产厂商产能情况

企业名称	树脂产能	PVB 膜产能	PVB 胶片产能	在建产能	备注
皖维高新 (含皖维铂盛)	2 万吨	1.7 万吨		2.7 万吨 PVB 膜	具备 31 万吨 PVA 产能, 新增一条年产 2 万吨 PVB 树脂的生产线, 于 2022 年 9 月开工建设, 于 2023 年 5 月正式投产建筑、汽车、光伏级 PVB 功能膜均有覆盖
德斯泰	1 万吨	2.3 万吨		4 万吨 PVB 膜	
建滔 (佛冈) 特种树脂	2 万吨		2000 万平米 PVB 胶片	未来 5 年实现年产 PVB 胶片 4000 万平米	
忠信 (清远) 光伏材料	1.8 万吨		2.4 万吨特种凝胶、光伏材料 PVB 胶片		
东材科技	1 万吨			8000 吨 PVB 膜	
重庆华凯塑胶	9000 吨		10000 吨 PVB 胶片		
湖州鑫富新材料	6000 吨		6000 吨 PVB 胶片		
青岛昊成实业	8000 吨				2 万吨汽车、防弹、光伏用 PVB 中间膜环评
江西天辉新材料	6000 吨				
重庆川维鸿锦新材料	2 万吨			总规划年产 6 万吨汽车胶片级 PVB 树脂项目	具备 16 万吨 PVA 产能, PVB 项目后期进展未有公开披露
广州奥吉斯新材料		0.9 万吨			
美国首诺公司	10.6 万吨				
日本积水化学公司	5.7 万吨				PVB 树脂和 PVB 膜片

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年 8 月 18 日, 公司公告收购皖维铂盛 100% 股权, 皖维铂盛是一家专业从事 PVB 中间膜研发、生产和销售的高新技术企业, 能够生产建筑级、汽车级 PVB 中间膜、隔音膜、隔热膜及 BIPV 光伏膜等产品。在建筑膜市场, 公司现有 2.5 万吨建筑级 PVB 膜片, 皖维铂盛已与南玻集团、台玻控股等头部玻璃生产企业建立合作关系, 并与旗滨集团等达成初步的意向合作。在汽车膜方面, 我国汽车级 PVB 膜片比较依赖进口, 公司在建 2 万吨汽车级 PVB 膜片预计明年上半年量产, 皖维铂盛已为福耀玻璃、铁锚玻璃、耀皮集团等下游汽车夹层玻璃行业内企业送样检测和试用。此外, 公司光伏级 PVB 膜片在下游光伏组件厂认证顺利, 一旦 BIPV 需求启动, 将显著受益。



根据巢湖市市场监督管理局于 2022 年 8 月 17 日核发的营业执照，本次股权转让涉及的工商变更登记已办理完毕，皖维丽盛 100% 股权已过户登记至公司名下，公司已合法持有皖维丽盛 100% 股权，皖维丽盛成为公司全资子公司，纳入合并报表范围。根据《企业会计准则第 20 号企业合并》的相关规定，参与合并的企业在合并前后均受同一方最终控制并非暂时性的，为同一控制下的企业合并。根据《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》等相关规定，公司对 2022 年期初及 2021 年 1-12 月相关财务报表数据进行追溯调整。皖维丽盛 21 年营业收入 0.95 亿元，归母净利润 0.17 亿元。

图表29：皖维丽盛的建筑级 PVB 胶片质量

	皖维丽盛	国内技术要求	首诺
黄色指数	0.4	不大于 8	小于 1
雾度 (%)	0.4	-	小于 1
可见光透射比 (%)	89	不小于 85	89
拉伸强度 (MPa)	24.7	不小于 20	25
断裂伸长率 (%)	232	不小于 200	266
紫外线透射比 (%)	0.67	-	不小于 1

图表30：皖维丽盛的汽车级 PVB 胶片质量

	皖维丽盛	国内技术要求	首诺
雾度 (%)	约 0.22	小于 0.6	小于 1
透光率 (%)	约 89.4	不小于 85	89
拉伸强度 (MPa)	29.48	不小于 20	23
断裂伸长率 (%)	254.7	不小于 200	270
黄色指数	1.3	不大于 8	小于 1
敲击指数	7	4--7	6
挥发物质量分数 (%)	0.456	-	目标值±0.05
紫外线透射比 (%)	0.67	-	小于 1

来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

(表中皖维丽盛的产品指标为三个试样的平均值)

(表中皖维丽盛的产品指标为三个试样的平均值)

公司是国内从 PVA—PVB 树脂—PVB 胶片的全产业链企业，提供建筑级 PVB 中间膜、汽车级 PVB 中间膜等系列产品，目前 PVB 中间膜产能 2 万吨/年，22 年实际产量 1.37 万吨，新产线全部投产后，未来将拥有 PVB 中间膜产能 4 万吨/年。

图表31：皖维丽盛具有 2 万吨 PVB 中间膜产能

	已建产能 (2 万吨)				拟建产能 (2 万吨)			
所在厂区	浙江嘉善	安徽巢湖	浙江嘉善	安徽巢湖	安徽巢湖	安徽巢湖	安徽巢湖	安徽巢湖
产线编号	1 号	2 号	3 号	5 号	6 号	7 号	8 号	
年设计产能 (吨)	3240	5040	3240	12960	8640	7290	10800	
年实际产能 (吨)	2592	4032	2592	10368	6912	6336	8064	
(拟) 投产时间	已投产	已投产	已投产	已投产	-	-	-	
可生产产品	汽车膜、建筑膜	建筑膜	建筑膜	汽车膜、建筑膜、功能膜	建筑膜	汽车膜	汽车膜、建筑膜、功能膜	

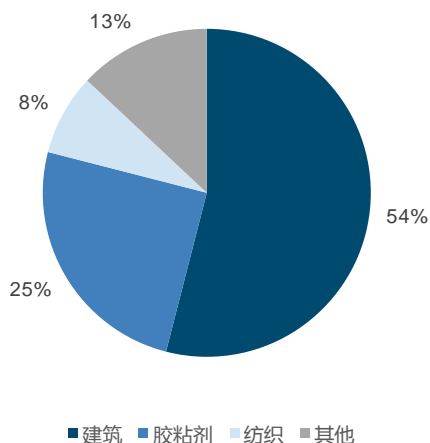
来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 VAE 乳液

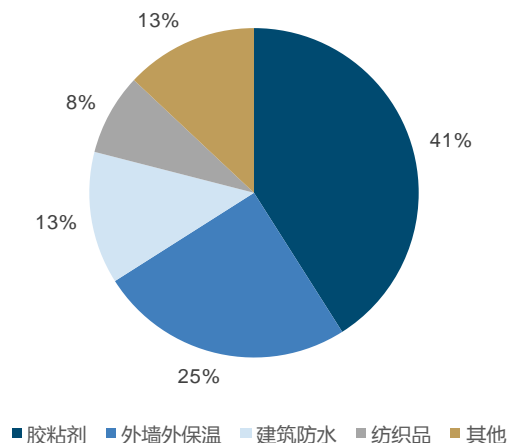
VAE 乳液外观呈乳白色或微黄色，具有永久性柔软、耐水、耐候、耐低温、粘合速度快、粘合强度高、使用安全无毒等优点。产品被广泛用于胶黏剂、外墙外保温、建筑防水、涂料、复合包装材料、建筑水泥砂浆改性、无纺布制造、纸张涂层以及各种极性与非极性材料的通用粘接等，其中胶黏剂是 VAE 乳液应用最多的领域，也是市场需求量最大的领域。



图表32: 2022 全球 VAE 消费结构



图表33: 2022 国内 VAE 消费结构



来源: 胶粘剂行业资讯, 国金证券研究所

来源: 买化塑研究院, 国金证券研究所

我国是 VAE 乳液的使用大国, 同时也是发展最快的市场, 国内需求存在较大缺口, 随着国内经济的快速发展, 特别是国家对建筑节能环保的重视, 未来 VAE 乳液的市场需求量将继续保持增长态势。预计至 2025 年全球 VAE 消费需求达 250 万吨/年, 年复合增长率在 6.2% 左右; 至 2025 年亚洲区域 VAE 消费需求达 170 万吨/年, 年复合增长率在 7.0% 左右。

图表34: 全球市场区域分布 (万吨)

市场	2020	2025E
欧洲	37	45
美洲	20	25
亚洲	120	170
其它	8	10
合计	185	250

来源: 胶粘剂行业资讯, 国金证券研究所

2021 年全球 VAE 产能达 225 万吨, 主要分布在亚洲、欧洲和美洲, 分别占 69.2%、21.3% 和 9.5%。预计 2025 年全球 VAE 产能到达 282 万吨, 未来 VAE 乳液新增产能主要集中在欧洲 (16 万吨/年) 和中国 (41.1 万吨/年)。目前全球生产 VAE 乳液的企业主要有美国空气产品、美国塞拉尼斯、台湾大连化学、美国里奇霍德、瓦克化学 (韩国)、北京有机化工厂、皖维高新、四川川维等。

图表35: 全球 VAE 产能 (万吨) 预测

企业名称	2021 产能	2025E 产能
瓦克化学	69	88.1
塞拉尼斯	55.5	75.5
大连化工	42	42
云南正邦	18	18
重庆川维	12	12
燕山石化	12	12
皖维集团	6	12
日本住友	3	3
日本昭和	3	3
维纳欧	2.5	2.5
红星宏达	2	2
东方雨虹	0	12



来源：胶粘剂行业资讯，国金证券研究所

预计到 2025 年国内 VAE 产能新增 41.1 万吨/年，全部集中在华东地区，届时国内 VAE 产能将达到 131 万吨/年。

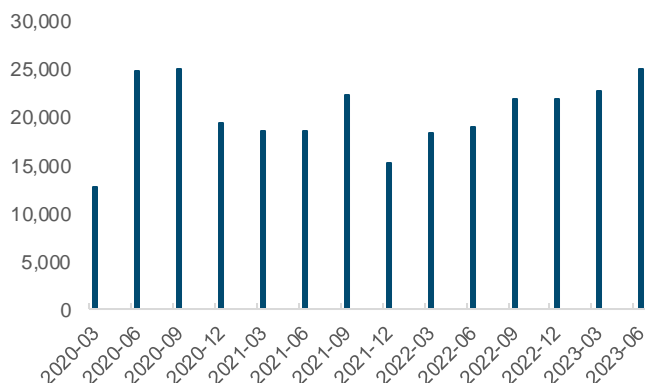
图表36：中国 VAE 产能（万吨）预测

企业名称	2021 产能	2025E 产能
瓦克化学	15	29.6
塞拉尼斯	13	21.5
云南正邦	18	18
大连化工	12	12
重庆川维	12	12
燕山石化	12	12
皖维集团	6	12
红星宏达	2	2.4
东方雨虹	0	12

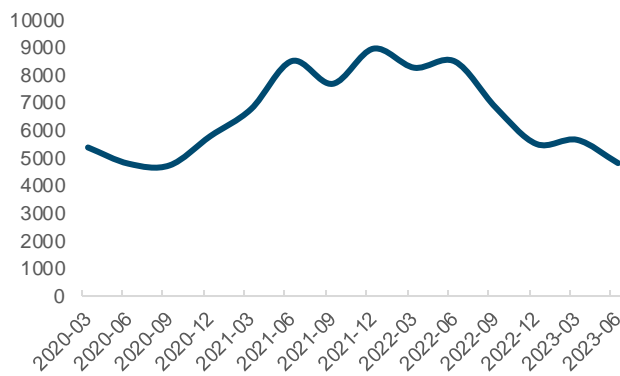
来源：胶粘剂行业资讯，国金证券研究所

公司全资子公司广西皖维的 VAE 乳液产品 2022 年实际产量 8.89 万吨，公司本部年产 6 万吨 VAE 乳液项目已于 2022 年 11 月份正式投产。

图表37：公司 VAE 乳液的销量（吨）



图表38：公司 VAE 乳液的销售价格（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

核心假设

- 1) 聚乙烯醇：根据可研新建 6 万吨乙烯法产能预计 2023 年底投产，预计 2023-2025 年聚乙烯醇销量为 21、24、27 万吨。价格综合 2023 年前三季度价格、历史均价、未来行业集中度提高的判断，我们预测 2023-2025 年价格为 11500 元/吨、12000 元/吨、12300 元/吨，毛利率预计为 18-21%之间。
- 2) 水泥：水泥毛利率受建筑行业产品价格下行以及原煤等原材料涨价因素影响，2022 以及 2023 年毛利率下滑较多，我们预计随着原煤等原材料价格企稳，建筑行业逐步复苏，公司水泥毛利率有望缓慢修复。
- 3) PVB 树脂：预计 2023-2025 年销量为 2.5 万吨、4 万吨、4 万吨，价格综合 2023 年前三季度价格、历史均价、未来行业集中度提高的判断，预计 2023-2025 年均价分别为 2.4 万元/吨、2.3 万元/吨和 2.2 万元/吨，随着公司 PVB 树脂的开工率逐步提升，预计 PVB 树脂毛利率呈现逐步上升的趋势，预计毛利率分别为 14%、20%、25%。
- 4) PVA 光学膜：2023-2025 年预计原有 500 万平方米 PVA 光学膜主要进一步加工为偏光片，加上 2022 年 10 月投产 700 万平方米 PVA 光学膜，以及 2025 年初投产 200 万平方米 PVA 光学膜，综合 2023 年前三季度的销量判断，2023-2025 年销量预计为 221 万平米、850 万平米、1200 万平米，考虑负荷提升、技术进步、市场需求，毛利率预



计为 17%、20%、24%。

- 5) 其他业务：其他业务包括 2 万吨可分散胶粉、3.5 万吨差别化 PET 切片等等，预计后续保持平稳发展。

图表39：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PVA	收入	21.84	27.10	37.35	25.04	29.30	33.37
	成本	17.60	17.69	23.66	20.94	23.93	26.59
	毛利	4.24	9.41	13.69	4.10	5.37	6.78
	毛利率	19%	35%	37%	16%	18%	20%
水泥	收入	10.59	11.57	9.65	9.52	10.00	10.50
	成本	6.23	7.88	7.94	8.16	8.57	9.00
	毛利	4.36	3.69	1.71	1.36	1.43	1.50
	毛利率	41%	32%	18%	14%	14%	14%
醋酸甲酯	收入	4.58	5.90	6.79	7.13	10.69	11.76
	成本	4.54	5.85	6.65	6.42	9.62	10.59
	毛利	0.04	0.05	0.14	0.71	1.07	1.18
	毛利率	1%	1%	2%	10%	10%	10%
VAE 乳液	收入	4.19	5.92	5.83	4.78	5.02	5.15
	成本	3.03	4.38	4.46	3.82	4.01	4.12
	毛利	1.16	1.54	1.37	0.96	1.00	1.03
	毛利率	28%	26%	23%	20%	20%	20%
PVA 超短纤	收入	3.72	5.23	4.88	3.38	3.55	3.72
	成本	3.35	4.61	4.13	2.86	2.97	3.07
	毛利	0.37	0.62	0.75	0.51	0.58	0.65
	毛利率	10%	12%	15%	15%	16%	17%
胶粉	收入	3.05	3.68	4.70	4.19	5.75	6.22
	成本	2.39	2.98	4.08	3.56	4.75	4.99
	毛利	0.66	0.70	0.62	0.63	1.01	1.23
	毛利率	22%	19%	13%	15%	17%	20%
醋酸乙烯	收入	2.89	6.84	10.72	6.26	6.80	9.80
	成本	2.99	4.67	7.08	5.63	5.98	8.33
	毛利	-0.10	2.17	3.64	0.63	0.82	1.47
	毛利率	-3%	32%	34%	10%	12%	15%
切片	收入	2.64	3.36	4.96	5.28	5.54	5.82
	成本	2.24	3.17	4.61	4.73	4.90	5.08
	毛利	0.40	0.19	0.35	0.55	0.64	0.74
	毛利率	15%	6%	7%	10%	12%	13%
PVB	收入	1.18	2.71	4.68	3.00	7.00	7.60
	成本	1.14	2.46	3.37	2.58	5.60	5.70
	毛利	0.04	0.25	1.31	0.42	1.40	1.90
	毛利率	3%	9%	28%	14%	20%	25%
PVA 光学膜	收入	0.20	0.26	2.48	0.29	1.28	1.92
	成本	0.23	0.25	2.47	0.24	1.02	1.56
	毛利	-0.03	0.01	0.01	0.05	0.26	0.36



	毛利率	-15%	4%	0%	17%	20%	19%
合计	收入	70.54	81.03	102.99	89.81	109.31	120.32
	成本	57.50	60.82	77.54	77.60	92.48	100.09
	毛利	13.04	20.21	25.45	12.21	16.83	20.23
	毛利率	18%	25%	25%	14%	15%	17%

来源：wind，国金证券研究所

投资建议及估值

我们预测，公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 89.81 亿/109.31 亿/120.32 亿元，同比 -9.66%/+27.71%/+10.07%，归母净利润 4.88 亿/6.56 亿/8.7 亿元，同比 -64.36%/+34.39%/+32.74%，对应 EPS 为 0.23/0.30/0.40 元，当前市值对应 PE 分别为 18.23X/13.57X/10.22X，我们选取东材科技（PVB 树脂，与公司产品类似）、三利谱（偏光片与公司产品类似）作为可比公司，可比公司在 2023 年、2024 年和 2025 年的平均 PE 为 36X、19X 和 13X，与可比公司相比，公司存在低估，考虑到公司新材料放量带来的成长性，我们给予公司 2024 年 15X，目标价 4.5 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表40：可比公司估值比较（市盈率法）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
601208.SH	东材科技	11.31	0.40	0.46	0.45	0.65	0.87	28	25	25	17	13
002876.SZ	三利谱	32.00	1.94	1.19	0.68	1.61	2.52		27	47	20	13
	平均数							28	26	36	19	13
600063.SH	皖维高新	4.12	0.51	0.68	0.23	0.30	0.40	8	6	18	14	10

来源：wind，国金证券研究所；备注：皖维高新 EPS 为国金证券研究所预测，其他公司选择 wind 一致预期，股价基准日为 2023 年 12 月 24 日

五、风险提示

产能投放不及预期的风险：计划新增产能的投放可能不及预期，从而影响公司的盈利预测。

原材料价格大幅波动的风险：主要产品的原材料成本占比较高，如原材料价格大幅波动，将影响公司利润。

研发进度不及进度的风险：公司所属新材料行业，需要持续研发，若研发不及进度将影响公司未来发展空间。

下游需求不及预期的风险：若公司主要下游纺织、造纸行业需求不及预期，将影响公司未来营收。

产品价格波动的风险：受国际大宗商品波动影响，若主要产品聚乙烯醇价格大幅波动，将影响公司营业收入和利润。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,054	8,103	9,942	8,981	10,931	12,032
增长率	14.9%	22.7%	22.7%	-9.7%	21.7%	10.1%
主营业务成本	-5,749	-6,082	-7,429	-7,760	-9,248	-10,009
%销售收入	81.5%	75.1%	74.7%	86.4%	84.6%	83.2%
毛利	1,305	2,021	2,513	1,221	1,683	2,023
%销售收入	18.5%	24.9%	25.3%	13.6%	15.4%	16.8%
营业税金及附加	-53	-63	-86	-77	-94	-103
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-28	-37	-41	-36	-44	-48
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-215	-320	-332	-269	-328	-361
%销售收入	3.1%	3.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-256	-345	-537	-413	-503	-553
%销售收入	3.6%	4.3%	5.4%	4.6%	4.6%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	752	1,257	1,518	426	715	957
%销售收入	10.7%	15.5%	15.3%	4.7%	6.5%	8.0%
财务费用	-96	-95	2	23	9	17
%销售收入	1.4%	1.2%	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-42	-76	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	13	0	0	0
投资收益	16	35	8	22	18	18
%税前利润	2.3%	3.2%	0.5%	3.9%	2.4%	1.8%
营业利润	697	1,171	1,586	576	771	1,022
营业利润率	9.9%	14.5%	16.0%	6.4%	7.1%	8.5%
营业外收支	-9	-66	-71	-7	-7	-7
税前利润	688	1,105	1,516	569	764	1,015
利润率	9.8%	13.6%	15.2%	6.3%	7.0%	8.4%
所得税	-77	-127	-156	-81	-109	-144
所得税率	11.2%	11.5%	10.3%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	611	978	1,360	488	656	870
少数股东损益	0	-4	-9	0	0	0
归属于母公司的净利润	611	982	1,369	488	656	870
净利率	8.7%	12.1%	13.8%	5.4%	6.0%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	611	978	1,360	488	656	870
少数股东损益	0	-4	-9	0	0	0
非现金支出	494	567	446	477	524	560
非经营收益	88	102	33	-112	76	79
营运资金变动	6	-137	452	-816	197	-87
经营活动现金净流	1,200	1,510	2,291	38	1,452	1,423
资本开支	-708	-889	-833	-1,167	-756	-656
投资	-1,253	-51	-998	0	0	0
其他	74	96	92	22	18	18
投资活动现金净流	-1,887	-844	-1,738	-1,145	-738	-638
股权募资	0	0	199	0	0	0
债权募资	583	-445	29	1,718	359	42
其他	140	-311	-604	-286	-362	-450
筹资活动现金净流	723	-755	-377	1,432	-2	-408
现金净流量	32	-87	180	325	712	377

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,885	1,852	3,136	3,430	4,120	4,480
应收款项	1,359	1,667	1,520	1,893	1,950	2,146
存货	530	909	888	1,169	1,267	1,371
其他流动资产	159	428	402	497	518	547
流动资产	3,933	4,857	5,946	6,990	7,854	8,544
%总资产	36.7%	41.7%	44.9%	46.4%	48.6%	50.4%
长期投资	1,207	957	794	794	794	794
固定资产	4,815	4,965	5,392	6,042	6,246	6,315
%总资产	45.0%	42.6%	40.7%	40.1%	38.7%	37.3%
无形资产	469	425	453	495	535	573
非流动资产	6,776	6,797	7,299	8,061	8,298	8,399
%总资产	63.3%	58.3%	55.1%	53.6%	51.4%	49.6%
资产总计	10,708	11,654	13,245	15,050	16,152	16,943
短期借款	2,113	2,149	2,397	4,093	4,452	4,494
应付款项	1,300	2,000	2,087	2,048	2,348	2,542
其他流动负债	299	365	340	343	414	463
流动负债	3,712	4,514	4,824	6,484	7,215	7,500
长期贷款	300	320	130	300	300	300
其他长期负债	1,007	462	503	202	180	163
负债	5,019	5,296	5,458	6,986	7,695	7,963
普通股股东权益	5,674	6,326	7,747	8,024	8,417	8,939
其中：股本	1,926	1,926	2,159	2,159	2,159	2,159
未分配利润	1,176	1,935	3,017	3,310	3,703	4,226
少数股东权益	15	32	41	41	41	41
负债股东权益合计	10,708	11,654	13,245	15,050	16,152	16,943

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.317	0.510	0.634	0.226	0.304	0.403
每股净资产	2.946	3.285	3.588	3.716	3.898	4.140
每股经营现金净流	0.623	0.784	1.061	0.018	0.673	0.659
每股股利	0.100	0.100	0.150	0.090	0.121	0.161
回报率						
净资产收益率	10.77%	15.53%	17.67%	6.08%	7.79%	9.74%
总资产收益率	5.71%	8.43%	10.34%	3.24%	4.06%	5.14%
投入资本收益率	7.65%	12.44%	13.08%	2.93%	4.64%	5.96%
增长率						
主营业务收入增长率	10.97%	14.88%	22.69%	-9.66%	21.71%	10.07%
EBIT 增长率	10.58%	67.01%	20.75%	-71.96%	67.92%	33.87%
净利润增长率	58.77%	60.68%	39.42%	-64.36%	34.39%	32.74%
总资产增长率	14.97%	8.83%	13.66%	13.63%	7.32%	4.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.2	11.7	15.6	28.0	22.0	22.0
存货周转天数	35.3	43.2	44.2	55.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	25.3	30.1	30.9	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	210.7	169.9	156.3	175.0	140.6	120.7
偿债能力						
净负债/股东权益	17.63%	9.23%	-8.15%	11.61%	7.17%	3.21%
EBIT 利息保障倍数	7.8	13.2	-801.4	-18.3	-81.6	-56.4
资产负债率	46.87%	45.44%	41.20%	46.42%	47.64%	47.00%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究