

传统业务触底，新材料蓄势待发

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报, 公司全年实现营收82.6亿元, 同比-16.9%, 实现归母净利润3.4亿元, 同比-75.1%, 扣非后归母净利润2.5亿元, 同比-81.5%, 实现基本EPS 0.16元。
- 主要产品价格大幅下跌, 拖累业绩。** 公司营收同比下降16.9%, 主要原因是公司主要产品价格出现大幅下滑: 根据公司经营数据, 2023年全年PVA销售均价11286.5元/吨, 同比-38.48%, 实现收入23.4亿元, 同比-37.3%, 毛利率18.8%, 同比-17.9pp; 水泥销售均价247.0元/吨, 同比-20.0%, 实现收入7.9亿, 同比-17.7%, 毛利率13.3%, 同比-4.5pp; 醋酸乙烯销售均价6036.6元/吨, 同比-43.3%, 实现营收4.9亿元, 同比-54.6%, 毛利率5.7%, 同比-28.3pp; 醋酸甲酯销售均价3780.5元/吨, 同比-10.3%, 实现营收8.3亿元, 同比+22.9%, 毛利率12.0%, 同比+9.8pp; PVA光学膜销售均价138746.3元/吨, 同比+1.1%, 实现营收0.3亿元, 同比+28.1%, 毛利率-21.6%, 同比-22.1pp; PVB中间膜销售均价19461.5元/吨, 同比-28.6%, 实现营收3.4亿元, 同比+4.6%, 毛利率14.2%, 同比-16.4pp。
- PVA供应端有利好, 需求承压, 价差有所修复。** 2024年开年以来, PVA价格缓慢上涨, 根据百川盈孚, 截至2024年4月17日, PVA均价11931元/吨, 较年初+7.2%。电石乙炔法生产PVA价差方面, 从年初的774.3元/吨修复至2615.3元/吨。往后看, 成本端: 原材料醋酸乙烯当前价格处于底部, 华北流厂家装置降负荷运行, 西北主流厂家装置短停, 供应端利好下价格有望上扬; 供应端: 开年以来开工率持续上升, 库存3月份开始大幅降低, 库存无压力; 需求端: PVA主要应用场景是大基建类, 作为添加材料, 占下游成本比例较低, 下游对PVA价格不敏感, 我们预计大基建行业景气度向上, PVA需求有望迎来增长。
- 特种PVA产品需求旺盛, 看好公司新产品产能释放带来的业绩增量。** 随着PVA光学膜、PVB胶片、聚合助剂、土壤改良、纸品粘合剂、陶瓷粘合剂、环保以及医药和化妆品等PVA下游行业快速发展, 对于特种PVA产品的需求十分旺盛, 公司加大对PVA纤维、PVB树脂、PVB胶片、PVA光学膜、可再分散性胶粉等产品的研发及投产力度, 特种PVA及其延伸产业链产品正在逐步投放市场, 市场占有率不断提升, 普通产品基本实现进口替代, 国内PVA行业下游消费结构也得到进一步改善。截至2023年年底, 公司PVA光学膜产能1200万m²/年, 产能利用率37.7%, 在建产能2000万m²/年, 预计2025年上半年完工; PVB胶片现有产能2.2万吨/年, 产能利用率74.6%, 在建产能2万吨/年, 预计2024年下半年投产。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年营业收入分别为97.2亿元(+17.6%)、109.6亿元(+12.8%)和123.7亿元(+12.8%), 归母净利润分别为10.0亿元(+192.9%)、11.9亿元(+19.0%)、16.3亿元(+36.9%), EPS分别为0.46元、0.55元、0.76元, 对应动态PE分别为8倍、7倍、5倍。综合考虑业务范围, 选取宝丰能源、万华化学两家上市公司作为可比公司, 可比公司2024年平均估值14倍。维持“持有”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。

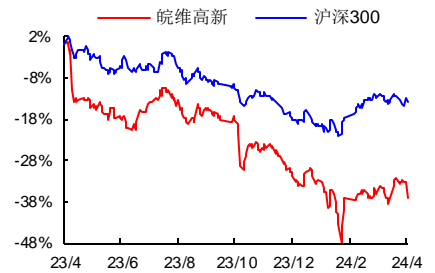
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8262.61	9720.37	10961.30	12369.21
增长率	-16.89%	17.64%	12.77%	12.84%
归属母公司净利润(百万元)	341.70	1000.67	1190.51	1629.18
增长率	-75.05%	192.85%	18.97%	36.85%
每股收益EPS(元)	0.16	0.46	0.55	0.76
净资产收益率ROE	4.15%	11.79%	12.35%	14.40%
PE	25	8	7	5
PB	1.05	0.94	0.85	0.74

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
联系人: 屈紫荆
电话: 13552905741
邮箱: qzjyf@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)	21.57
流通A股(亿股)	19.26
52周内股价区间(元)	3.21-6.41
总市值(亿元)	84.12
总资产(亿元)	140.92
每股净资产(元)	3.73

相关研究

- 皖维高新(600063): Q3业绩承压, 汽车级PVB或迎历史性机会 (2023-10-26)
- 皖维高新(600063): 投资宽幅PVA光学薄膜, 加速实施“腾笼换鸟”战略 (2023-09-24)
- 皖维高新(600063): Q2环比高增长, 超额利润激励彰显长远信心 (2023-08-13)
- 皖维高新(600063): 业绩环比持续改善, 汽车级PVB有望迎来突破 (2023-07-13)
- 皖维高新(600063): 业务多点开花, “腾笼换鸟”迈入新阶段 (2023-04-22)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 PVA 总产能 31 万吨/年，预计 2024-2026 年销量分别为 22、24、25 万吨，价格综合 2023 年均价、行业整体供需判断 2024-2026 年的均价分别为 1.3 万元/吨、1.3 万元/吨、1.5 万元/吨，毛利率分别 20%、22%、24%；

假设 2：预计 2024-2026 年公司醋酸乙烯销量 8.5、9.0、9.5 万吨，价格综合 2023 年均价、行业整体供需判断 2024-2026 年的均价为 7149.5 元/吨、7765.2 元/吨、8460.0 元/吨，毛利率 12%、15%、20%；

假设 3：公司水泥熟料年产能均为 450 万吨，其中，水泥 2024-2026 年销量预计 260、270、280 万吨，价格预计 238.6 元/吨、246.7 元/吨、253.6 元/吨，熟料 2024-2026 年销量均为 70 万吨，价格预计 300 元/吨，毛利率 15%、15%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
PVA	收入	2341.53	2809.84	3231.31	3716.01
	增速	-37.32%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	18.77%	20.00%	22.00%	24.00%
醋酸乙烯	收入	486.17	607.71	698.87	803.70
	增速	-54.63%	25.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	5.65%	12.00%	15.00%	20.00%
水泥熟料	收入	794.73	834.47	876.19	920.00
	增速	-17.68%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	13.28%	15.00%	15.00%	15.00%
VAE 乳液	收入	475.62	523.18	549.34	576.81
	增速	-18.37%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22.67%	25.00%	25.00%	25.00%
PVA 超短纤	收入	339.91	390.90	429.99	472.98
	增速	-30.29%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	2.12%	5.00%	10.00%	15.00%
醋酸甲酯	收入	834.83	1001.80	1152.07	1324.88
	增速	22.88%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	11.95%	13.00%	14.00%	15.00%
胶粉	收入	508.24	584.48	672.15	772.97
	增速	8.15%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	17.65%	20.00%	20.00%	20.00%
切片	收入	574.49	660.66	759.76	873.73
	增速	15.87%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	7.01%	10.00%	10.00%	10.00%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光学膜	收入	31.82	44.55	53.78	69.91
	增速	28.10%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	-21.53%	5.00%	8.00%	10.00%
偏光片	收入		200.00	250.00	300.00
	增速			25.00%	20.00%
	毛利率		15.00%	15.00%	15.00%
PVB 膜	收入	341.38	375.52	431.85	496.62
	增速	4.55%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	14.17%	20.00%	20.00%	25.00%
其他	收入	1533.89	1687.28	1856.01	2041.61
	增速	59.42%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	5.92%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	8262.61	9720.37	10961.30	12369.21
	增速	-16.89%	17.64%	12.77%	12.84%
	毛利率	12.70%	16.33%	17.39%	18.83%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 97.2 亿元（+17.6%）、109.6 亿元（+12.8%）和 123.7 亿元（+12.8%），归母净利润分别为 10.0 亿元（+192.9%）、11.9 亿元（+19.0%）、16.3 亿元（+36.9%），EPS 分别为 0.46 元、0.55 元、0.76 元，对应动态 PE 分别为 8 倍、7 倍、5 倍。

综合考虑业务范围，选取宝丰能源、万华化学两家上市公司作为可比公司，可比公司 2024 年平均估值 14 倍。维持“持有”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)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600989.SH	宝丰能源	1239	16.89	0.77	1.17	1.85	2.03	19.17	14.40	9.13	8.33
600309.SH	万华化学	2732	87.00	5.36	6.41	7.57	8.34	14.34	13.58	11.49	10.44
平均值								16.76	14.00	10.31	9.39
600063.SH	皖维高新	84	3.90	0.16	0.46	0.55	0.76	25	8	7	5

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2024 年 4 月 16 日收盘价

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8262.61	9720.37	10961.30	12369.21	净利润	335.50	989.72	1176.40	1609.45
营业成本	7213.02	8133.33	9055.55	10040.39	折旧与摊销	443.77	933.83	983.63	1026.53
营业税金及附加	47.81	56.25	63.43	71.58	财务费用	5.90	17.13	3.81	5.25
销售费用	41.20	42.69	49.41	55.54	资产减值损失	-1.87	-25.64	-9.87	-12.46
管理费用	310.55	291.61	400.45	445.37	经营营运资本变动	-954.22	364.50	-286.52	-237.51
财务费用	5.90	17.13	3.81	5.25	其他	326.13	46.07	6.49	20.65
资产减值损失	-1.87	-25.64	-9.87	-12.46	经营活动现金流净额	155.21	2325.61	1873.95	2411.91
投资收益	20.08	14.08	17.08	15.58	资本支出	-413.69	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	4.40	7.00	7.10	6.62	其他	-1051.93	-122.02	-121.22	-122.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1465.62	-522.02	-521.22	-522.44
营业利润	386.06	1226.10	1422.71	1785.74	短期借款	1058.03	-933.15	-788.89	-1322.30
其他非经营损益	-11.50	-39.49	-48.04	4.58	长期借款	320.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	374.56	1186.60	1374.67	1790.32	股权融资	220.66	0.00	0.00	0.00
所得税	39.07	125.32	145.18	156.12	支付股利	-323.89	-67.89	-199.26	-236.90
净利润	335.50	1061.28	1229.49	1634.20	其他	-264.87	117.17	-29.52	49.85
少数股东损益	-6.20	-10.94	-14.10	-19.72	筹资活动现金流净额	1009.94	-883.88	-1017.68	-1509.34
归属母公司股东净利润	341.70	1000.67	1190.51	1629.18	现金流量净额	-289.15	919.71	335.05	380.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1704.79	2624.50	2959.55	3339.69	成长能力				
应收和预付款项	1691.17	1864.67	2112.21	2395.80	销售收入增长率	-16.89%	17.64%	12.77%	12.84%
存货	898.21	1003.11	1125.65	1246.05	营业利润增长率	-75.66%	217.59%	16.04%	25.52%
其他流动资产	474.59	251.58	292.89	321.74	净利润增长率	-75.33%	216.33%	15.85%	32.92%
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	EBITDA 增长率	-58.41%	160.50%	10.71%	16.90%
投资性房地产	17.84	17.84	17.84	17.84	获利能力				
固定资产和在建工程	5732.08	5274.24	4766.60	4216.06	毛利率	12.70%	16.33%	17.39%	18.83%
无形资产和开发支出	435.12	359.21	283.31	207.41	三费率	4.33%	3.62%	4.14%	4.09%
其他非流动资产	3138.39	3283.13	3427.87	3572.61	净利率	4.06%	10.92%	11.22%	13.21%
资产总计	14092.28	14678.40	14986.03	15317.31	ROE	4.15%	11.79%	12.35%	14.40%
短期借款	3118.25	2185.10	1396.20	73.91	ROA	2.38%	7.23%	8.20%	10.67%
应付和预收款项	1336.22	1895.43	2011.71	2206.84	ROIC	4.01%	12.58%	14.94%	19.24%
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	EBITDA/销售收入	10.11%	22.40%	21.99%	22.78%
其他负债	1109.10	1142.80	1168.99	1241.00	营运能力				
负债合计	6013.56	5673.33	5026.90	3971.74	总资产周转率	0.60	0.68	0.74	0.82
股本	2159.25	2156.91	2156.91	2156.91	固定资产周转率	1.80	2.03	2.45	3.08
资本公积	1896.61	1898.95	1898.95	1898.95	应收账款周转率	12.43	15.25	14.84	14.88
留存收益	3478.67	4411.44	5402.69	6794.97	存货周转率	7.99	8.51	8.46	8.44
归属母公司股东权益	8044.20	8981.50	9949.67	11355.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.90%	—	—	—
少数股东权益	34.52	23.57	9.47	-10.26	资本结构				
股东权益合计	8078.72	9005.07	9959.13	11345.57	资产负债率	42.67%	38.65%	33.54%	25.93%
负债和股东权益合计	14092.28	14678.40	14986.03	15317.31	带息债务/总负债	59.34%	46.45%	36.73%	13.19%
					流动比率	0.96	1.26	1.67	2.60
					速动比率	0.78	1.04	1.38	2.15
					股利支付率	94.79%	6.78%	16.74%	14.54%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.46	0.55	0.76
					每股净资产	3.73	4.16	4.61	5.26
					每股经营现金	0.07	1.08	0.87	1.12
					每股股利	0.15	0.03	0.09	0.11
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	835.73	2177.06	2410.16	2817.52					
PE	24.62	8.41	7.07	5.16					
PB	1.05	0.94	0.85	0.74					
PS	1.02	0.87	0.77	0.68					
EV/EBITDA	8.62	2.43	1.65	0.77					
股息率	3.85%	0.81%	2.37%	2.82%					

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

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。

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
