



# PVA 龙头动能升级切换，价值亟待重估

研报副标题

2025 年 12 月 30 日

## 核心观点

- PVA 全球龙头，“链长面宽”优势凸显：**皖维高新作为安徽省国资委下属企业，成立近三十年来持续深耕 PVA 产业。凭借 31 万吨 PVA 产能位居全球首位，并形成“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—可再分散性胶粉”等五大产业链，在安徽、广西、内蒙建成三个产业基地。
- 反内卷有望推动 PVA 行业向好发展：**PVA 行业目前景气低迷，价格价差处于低位，开工率在 60%上下波动。公司凭借上下游一体化和产能规模优势仍表现强大韧性。我们认为，后续在化工反内卷的政策措施推进下，国内 25 万吨远超 25 年寿命的老 PVA 装置或面临淘汰，供需格局有望显著好转。公司前瞻性逆势布局抢占先机，规划在江苏滨海布局乙烯法 PVA，将进一步巩固行业长期领先地位。
- 公司是中国大陆第一家 PVA 光学膜规模化生产厂商：**PVA 光学膜是液晶显示器和 OLED 显示器中的核心组成部分，长期被日本垄断。公司长期聚焦 PVA 光学膜国产化，循序渐进实现 1600mm/3400mm 幅宽、TFT 级偏光片用 PVA 光学膜的技术突破，成为中国大陆第一家 PVA 光学膜规模化生产厂商。2025 年上半年销量超 400 万平米，客户包括三利谱、京东方等显示行业巨头。在建 2000 万平方米即将投产，助力关键显示材料国产化加速。
- 汽车级 PVB 胶片迎来量产元年：**PVB 胶片是夹层安全玻璃最佳粘合材料，具备安全、节能、隔音等优势。由于长期以来国产 PVB 胶片的质量较日美进口产品品质上有差距，只能用于建筑、光伏领域。公司凭借“PVA-PVB 树脂—PVB 胶片”原料一体化优势，持续瞄准具有更高附加值的汽车级 PVB 胶片的技术开发。随着皖维集团汽车玻璃项目投产，公司助力皖维集团打通“PVA 树脂—PVB 树脂—PVB 汽车胶片—汽车安全玻璃”全产业链，开启汽车安全玻璃生产新赛道蓝海征程。
- 投资建议：**预计 2025-2027 年公司营收分别为 84.58、92.33、99.23 亿元；归母净利润分别为 4.74、7.35、9.32 亿元，同比分别变化 28.14%、55.18%、26.82%；EPS 分别为 0.23、0.36、0.45 元，对应 PE 分别为 26.42、17.03、13.43 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**新产品市场推广的风险、原材料变动的风险、新技术装备的风险、项目投资进度不及预期的风险。

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,030	8,458	9,233	9,923
收入增长率%	-2.82	5.33	9.17	7.46
归母净利润(百万元)	370	474	735	932
利润增长率%	8.20	28.14	55.18	26.82
分红率%	34.16	29.79	31.83	31.93

皖维高新 (股票代码：600063)

推荐 首次评级

## 分析师

王鹏

电话：010-80927713

邮箱：wangpeng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

## 市场数据

股票代码	600063
A 股收盘价(元)	6.05
上证指数	3,965.28
总股本(万股)	206,911
实际流通 A 股(万股)	206,911
流通 A 股市值(亿元)	125

## 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

毛利率%	13.01	15.07	17.50	19.26
摊薄 EPS(元)	0.18	0.23	0.36	0.45
PE	33.86	26.42	17.03	13.43
PB	1.49	1.44	1.35	1.25
PS	1.56	1.48	1.36	1.26

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

一、 PVA 全球龙头，全产业链布局 .....	4
(一) 扎根安徽、面向世界的 PVA 巨人 .....	4
(二) 研发持续驱动，公司迭代升级.....	6
(三) 反内卷催化，PVA 或迎来新一轮洗牌.....	8
二、 PVA 光学膜：正从“打破垄断”到“规模替代” .....	11
(一) 偏光片核心组件，亟需国产化上量 .....	11
(二) 海外巨头看好发展，我国加快布局 .....	12
(三) 皖维高新作为中国大陆第一厂商，进入“规模替代” .....	13
三、 PVB 胶片：汽车级国产化蓄势待发 .....	14
(一) PVB 胶片在汽车领域空间广阔.....	14
(二) 乘“汽车第一省”强劲东风，公司迎历史机遇 .....	15
四、 盈利预测与投资建议 .....	17
(一) 盈利预测 .....	17
(二) 相对估值 .....	17
(三) 绝对估值 .....	18
(四) 投资建议 .....	18
五、 风险提示 .....	20

# 一、PVA 全球龙头，全产业链布局

## (一) 扎根安徽、面向世界的 PVA 巨人

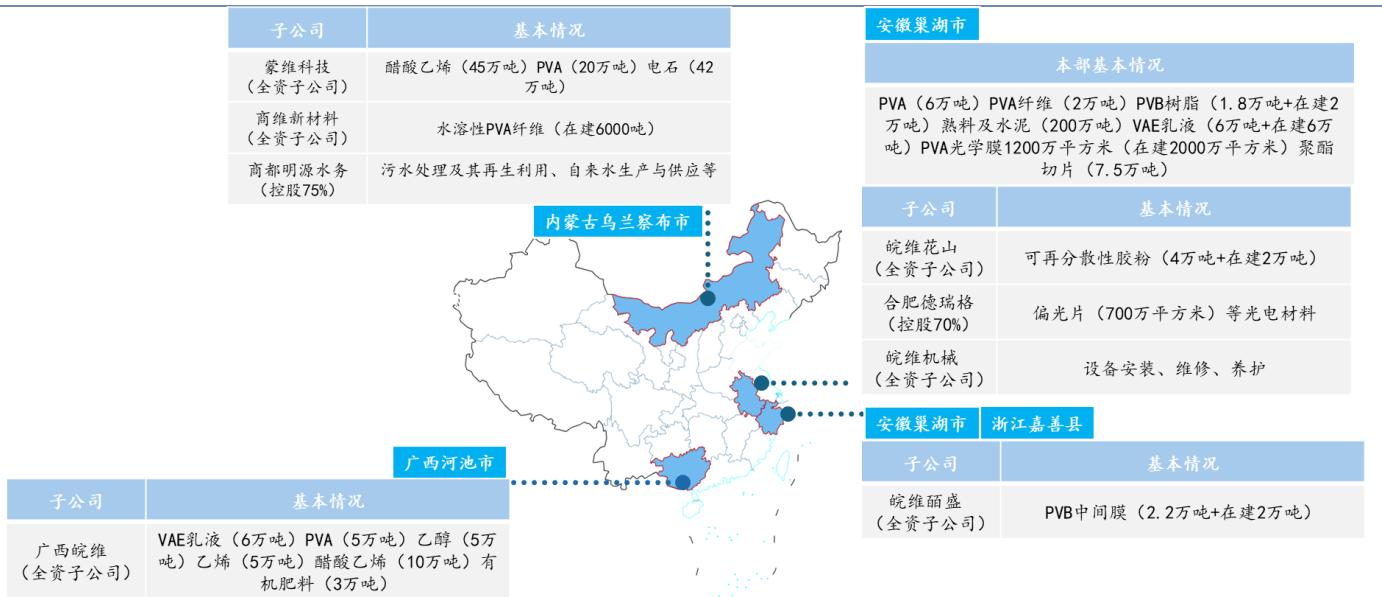
**成立近三十年，形成四大产业板块、五大产业链、三大生产基地。**皖维高新成立于1997年，总部位于安徽省巢湖市。发展至今已建成化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成电石—PVA—PVA 纤维、膜用 PVA—PVA 光学薄膜—偏光片、PVA—PVB 树脂—PVB 胶片、生物质酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAC—VAE—可再分散性胶粉等五大产业链，并在安徽、广西、内蒙建成三个产业基地。

(1) **安徽本部高新材料产业基地：**聚焦新型化工与高端新材料两大核心领域，致力于打造区域型产业集群。通过推进高端 PVA 树脂、VAE 等产品的研发与产业化，扩大公司优势化工板块规模；建成乙烯法醋酸乙烯装置，强化原料供应保障能力；持续加大 PVA 光学薄膜及偏光片、PVB 树脂及胶片、可再分散性胶粉等“卡脖子”材料的技术投入，加速成果转化，逐步提升高端新材料业务占比。

(2) **广西皖维生物质化工基地：**依托广西丰富的生物质资源，重点发展生物质产业。优化世界最大规模酒精制乙烯、VAE 乳液、VAC 及多品种 PVA 装置的运行效率，探索酒精、有机肥料等新兴产业路径；推进 PVA 可降解包装膜项目，延伸产业链条。

(3) **蒙维科技煤化工产业基地：**聚焦煤化工产业升级，通过技术改造提升主产品产能与市场竞争力；延伸产业链条，布局高性能纤维产业，建设低温水溶 PVA 纤维、高强高模 PVA 纤维等项目；结合内蒙古地区煤炭资源丰富、石灰石资源有限、电石产业受限的实际情况，探索煤制乙醇、乙烯等新型化工项目，实现 PVA 生产原料的自主供给，保障蒙维科技可持续发展。

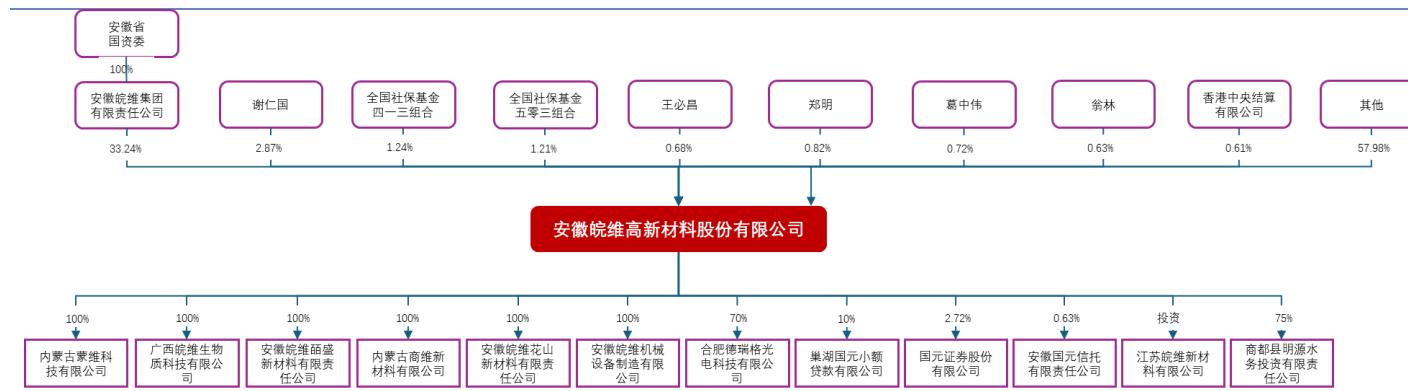
图1：公司已完成三大生产基地布局



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

**实控人是安徽国资委，积极资本运作扩大版图。**皖维高新是安徽皖维集团有限责任公司的核心子公司，公司实控人是安徽省国资委。皖维集团前身是安徽省维尼纶厂，始建于 1969 年，为国家“四五”期间投资建设的重点项目。公司自 1997 年上市以来，持续通过投资、并购扩大版图。截止 2025 年半年报，主要控股公司达八家，基本实现对 PVA 全产业链的覆盖。2025 年 11 月 20 日，公司接到控股股东皖维集团通知，皖维集团股权结构变更为海螺集团控股，安徽省投资集团、安徽省国有资本运营控股集团参股。皖维集团持有公司的股份相应发生变动，但仍为公司控股股东；海螺集团将成为本公司间接控股股东。海螺集团作为以水泥建材为核心、多元化产业协同发展的国际化企业集团，预计有望在消费建材、新能源材料、数字化改造等领域深化赋能。

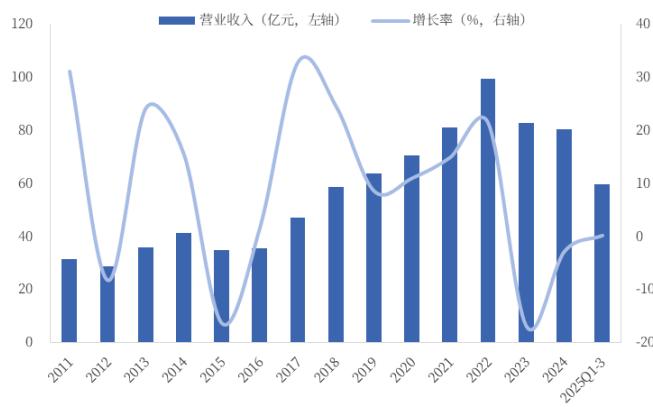
图2：实控人为安徽省国资委



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**“链长面宽”助力业绩企稳回升，未来动能升级切换。**2024 年公司实现营业收入 80.30 亿元，同比减少 2.82%；归属于上市公司股东的净利润 3.70 亿元，同比增长 8.20%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为 3.23 亿元，同比增长 27.27%。2024 年营收同比下滑，净利润得到修复，但较 PVA 高景气度的 2021、2022 年仍有较大差距。未来随着 PVA 光学膜产能投产、PVB 胶片向汽车级升级切换，新材料业务占比不断提升，叠加传统业务市场逐步复苏，业绩有望显著修复。

图3：营收同比增速转正



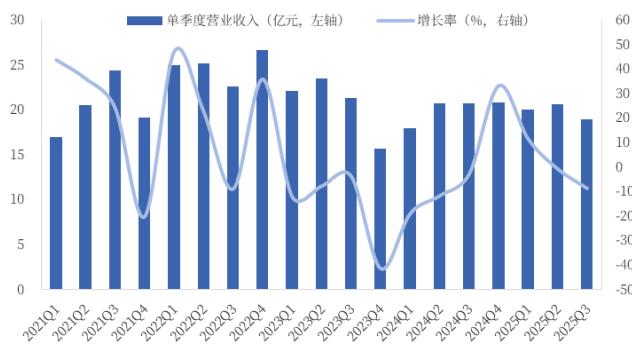
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图4：净利润持续修复



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图5：季度营收企稳向好



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图6：季度业绩较高点仍有空间



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

## (二) 研发持续驱动，公司迭代升级

**老牌 PVA 巨头，传统业务市场占有率稳居前列。**从“四五”期间的安徽维尼纶厂发展至今，皖维高新已经是国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的 PVA 系列产品生产商。PVA 产销量和市占率达国内市场的 30%以上，产能稳居全国首位、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 50%以上，国际市场占有率为 35%。同时公司开发了煤基醋酸乙烯合成成套生产技术，研制国内首套大型醋酸乙烯合成装置，建成全球最大煤基 PVA 生产基地，关键技术达到国际领先水平；攻克了功能型 PVA 技术难题，实现 PVA 聚合度/醇解度精准调控，拓宽了 PVA 应用领域，摆脱对国外产品依赖；独创生物基醋酸乙烯合成技术，全球首创“甘蔗糖蜜—PVA/VAE 乳液”工艺路线。攻克胶束粒子分散界面控制等关键技术，成为中国唯一拥有“功能型 VAE 乳液-胶粉”完全自主知识产权的企业，可再分散性胶粉是国内唯一自主品牌。

表1：皖维高新 PVA 产能占比超 28%，国内第一

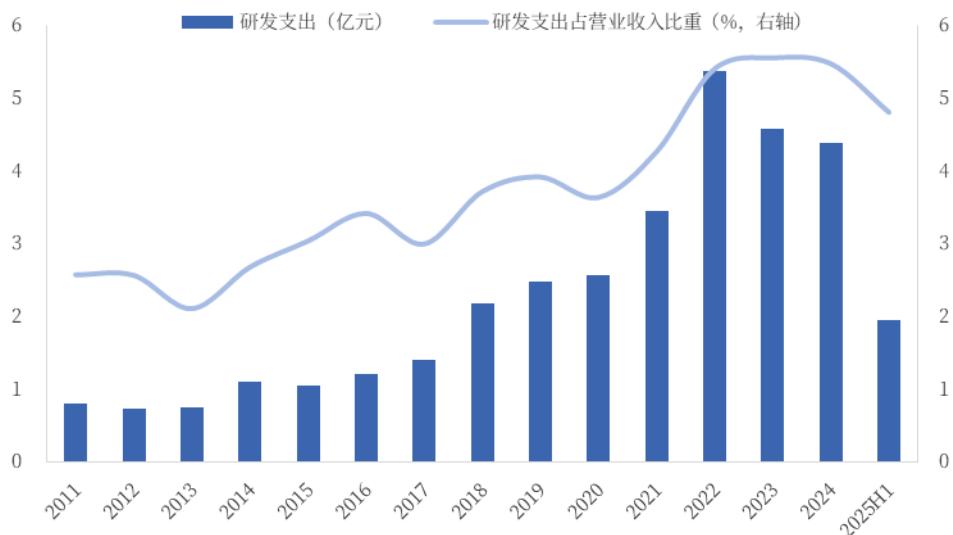
企业名称		产能 (万吨)	工艺路线	投产时间
皖维高新	安徽皖维	6	石油乙烯法	1969
	广西皖维	5	生物乙烯法	2012
	蒙维科技	20	电石乙炔法	2011、2012、2016
中国石化	上海石化	4.6	石油乙烯法	1976
	重庆川维	16	天然气乙炔法	1979 (6) 、2011 (10)
	长能化	10	电石乙炔法	2014
宁夏大地		13	电石乙炔法	2011、2015
内蒙古双欣环保		13	电石乙炔法	2011、2012、2015
常熟长春化工		12	石油乙烯法	2007、2010、2013
湖南湘维		10	电石乙炔法	1978
合计		109.6		25 年以上产能 26.6 万吨

资料来源：皖维高新公告，卓创资讯，中国银河证券研究院

**创新驱动发展，业绩承压研发不减。** PVA 作为传统化工产品，行业产能经历了十余年的供给出清目前趋于平稳。皖维高新在保持常规 PVA 产品的行业优势地位的同时，率先从低端同质化产品的激烈市场竞争中走出，将发展重心转移到高附加值的特种 PVA 系列产品、PVA 纤维及 PVA 下游高端产品（如 PVA 光学膜、PVB 树脂、PVB 胶片、偏光片）的研发、生产及生产技术提高上。即使在近两年，受原材料价格下行、传统需求疲软、2022 年高基数等因素影响，PVA 价格下跌明显。公司作为地方国企，仍顶住业绩压力，围绕“创新驱动发展、科技成就皖维”的战略稳扎稳打维持较高研发支出，最终在特种 PVA 纤维、PVA 光学膜、汽车级 PVB 胶片收获成果。皖维高新连续两年获评全国科改示范“标杆”企业，入选“创建世界一流专业领军示范企业”。

**聚焦新型显示和新能源汽车应用，合力打破“膜”咒。** 2023 年皖维高新牵头组建“先进功能膜材料安徽省产业创新研究院”（“产研院”）。主要研究方向有新型显示光学膜、汽车安全玻璃膜、新能源与环保领域用功能膜。共建单位有中国科学技术大学先进技术研究院、安徽皖维先进功能膜材料研究院有限公司、合肥三利谱光电科技有限公司、合肥京东方显示光源有限公司、太湖金张科技股份有限公司、安徽绿能技术研究院有限公司等产业链上下游企业、高校和科研院所。产研院的组建旨在加快突破先进功能膜制造的技术壁垒，打破我国新型显示和新能源汽车等战略新兴产业的“膜”咒，实现自主可控，保障产业链、供应链安全。

图7：看淡行业景气波动，维持高强度研发支出



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**以 PVA 光学薄膜、汽车级 PVB 树脂/胶片为核心打造第二曲线。** 参考国外 PVA 巨头可乐丽、首诺等公司发展历程，无不向下游高附加值产品延伸发展。皖维高新围绕 PVA 主业瞄准国产化稀缺领域，如 PVB 树脂、PVA 光学膜。目前全球 80% 的 PVB 树脂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。其中，首诺的产品主要应用于汽车以及建筑业。积水的产品主要用于汽车行业，可乐丽和杜邦则在新兴的光伏材料应用中占据重要位置。PVB 胶片同样被以上四家垄断。我国由于生产技术落后和配套原料不足，国产 PVB 胶片的质量与国际领先公司同类产品相比较还存在很大差距，质量和性能无法满足要求。PVA 光学薄膜主要被日本可乐丽和三菱化学两家企业占据，其中可乐丽约占全球产能的 70-80%，并垄断了膜用 PVA 原料市场。

PVA 光学薄膜方面，公司突破了 PVA 光学薄膜流延成形技术，打破了国外对中国液晶显示产业核心材料 PVA 光学薄膜的长期垄断局面，同时公司与国内装备制造共同研制了 PVA 光学薄膜用大尺寸超镜面流延辊筒，实现核心关键设备国产化，助力产业链高端化进程。

汽车级 PVB 树脂和胶片方面，公司研发了 PVB 非均相缩醛反应控制及成膜技术，打破了中国

汽车玻璃产业核心材料 PVB 树脂及胶片长期依赖进口局面。目前，结合现有技术优势与高增长市场需求，公司汽车级 PVB 树脂及胶片已完成核心技术攻关，相关产品（实验室产）经过测试已达国外头部公司同等水平。

### (三) 反内卷催化，PVA 或迎来新一轮洗牌

**PVA 需求多元化，近年需求较为稳定。** PVA 产品的传统应用领域包括合成维尼纶纤维的原料、粘合剂、纺织浆料、造纸等方面，随着经济的发展，薄膜、土壤改良剂、食品包装、高档纺织品、基础设施、造纸、石油开采、汽车、医药电子环保等需求快速上升，为 PVA 新产品的开发提供了广阔的发展空间。从消费量看，近几年 PVA 需求表现平稳。近四年 PVA 国内表观消费量在 47-56 万吨/年，出口量在 17-21 万吨/年，合计需求 65-75 万吨/年。

图8：PVA 消费结构较分散

■ 胶黏剂 ■ 浆料 ■ PVB ■ 维纶纤维 ■ 聚合助剂 ■ 膜应用 ■ 其他

类别	占比
胶黏剂	约35%
膜应用	约25%
聚合助剂	约15%
其他	约10%
维纶纤维	约5%
浆料	约5%
PVB	约5%
其他	约5%

图9：PVA 需求较为稳定

■ 表观消费量 (万吨) ■ 出口量 (万吨)

年份	表观消费量 (万吨)	出口量 (万吨)
2014	45	10
2015	48	12
2016	52	15
2017	62	15
2018	58	15
2019	55	15
2020	68	18
2021	58	18
2022	55	18
2023	50	18
2024	52	18

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**反内卷背景下，PVA 或迎新一轮产能退出。** 2024 年 7 月 30 日召开的中共中央政治局会议中提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，自此我国正式吹响“反内卷”号角。2025 年 10 月 9 日，国家发改委、市场监督管理总局发布《关于治理价格无序竞争 维护良好市场价格秩序的公告》；10 月 15 日起，新修订的《中华人民共和国反不正当竞争法》正式实施，对“内卷式”竞争等突出问题作出针对性规定。近年，受国际政治环境和贸易争端影响，化工产品总体供大于求，PVA 生产厂家“同质化”竞争加剧，经营状况两极分化，同时面临 25 年以上老旧装置产能占比较高（如表 1）、价格价差长期低位、行业需求难有起色的问题，我们认为随着“反内卷”推进，PVA 行业将迎来新一轮产能退出。

图10：PVA 价格价差处于低位



图11：PVA 开工率在 60%上下



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**上一轮 PVA 产能出清效果显著。**2008 年以来，在产业结构调整和环保要求提高等因素推动下，PVA 行业开始去产能，截止 2018 年产能出清 33.5 万吨，且后续未复产，促成国内 PVA 产业集中度提升，生产规模大、市场占有率高、研发能力强、技术先进、产业链长、成本低、效益好的优势企业得到较长时间发展机遇。

表2：2008 年到 2018 年 PVA 产能退出 33.5 万吨

企业名称	淘汰时间	产能 (万吨)
兰州兰维	2008	3
江西化纤	2011	4
贵州水晶	2011	3
北京有机	2012	2.7
福建福维股份	2013	6
云南云维	2013	2.8
石家庄化纤	2016	2
山西路桥	2018	10
总计		33.5

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**抢占先机，沿海布局乙烯法 PVA。**作为龙头企业，一方面为应对上游原料企业为延伸产业消纳产能规划产能的潜在威胁，另一方面为巩固公司产业链的综合优势、筑牢行业领先地位。公司深刻研判发展趋势，在周期低位逆势决策扩大产能。公司规划依托沿海地区不断扩大的炼化规模和港口优势，以乙烯为原料合成醋酸乙烯生产 PVA。未来随着乙烯价格进一步下降，成本优势将越来越显现，并且乙烯法 PVA 具有品质好、性能优、低碳等特点，更适用于精细化、高端化下游领域，是行业未来发展的主流趋势。同时，沿海港口区位优势独特，建有丰富的风光绿电资源，低碳理念突出。物资竞争性采购渠道多元，原料、能源要素充沛，交通发达便利，尤其是醋酸甲酯（PVA 的副产物）、醋酸等液体化学品海运费用低，产品综合成本优势大。2025 年 8 月 16 日，公司公告组建“江苏皖维新材料有限责任公司”并新建年产 20 万吨乙烯法功能性聚乙烯醇树脂项目。

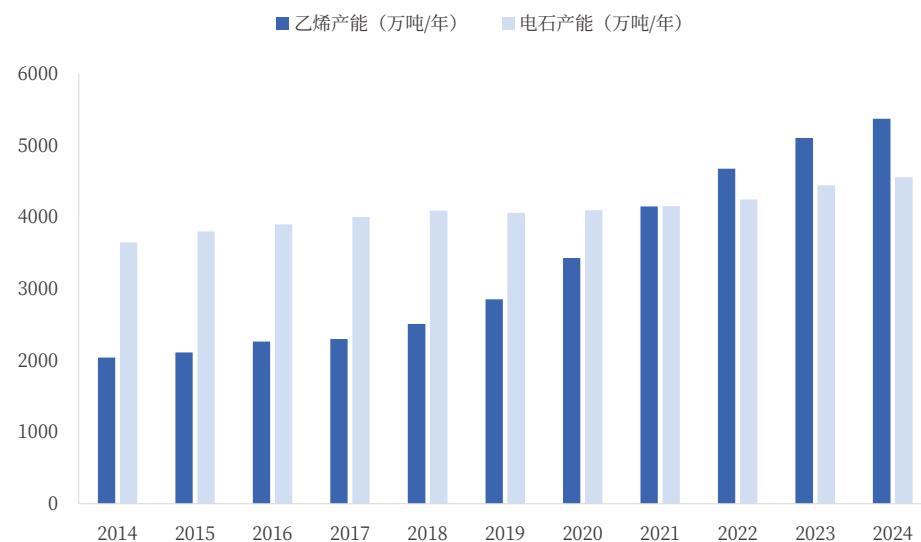
表3：海外 PVA 工艺路线均为乙烯法

国家企业名称	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
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 Calvert5.5 万吨，Pasadena4.5 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 万吨，本土 1.2 万吨

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	73.8	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：乙烯产能仍快速增长，电石产能增速明显放缓



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表4：江苏皖维新材料规划新建 20 万吨乙烯法 PVA

主体	产品	产能 (万吨)	备注
江苏皖维新材料（80%股权）	乙烯法 PVA	20	一期，拟投资 36 亿，建设周期 18 个月
	醋酸乙烯	36	
	醋酸甲酯	30	
	乙烯法 PVA	20	二期，拟投资 64 亿（一期项目竣工投产后适时启动二期项目建设）
	醋酸乙烯	40	
	VAE 乳液		
	可分散性胶粉		
	PVB 树脂		
	PVB 胶片		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、PVA 光学膜：正从“打破垄断”到“规模替代”

### (一) 偏光片核心组件，亟需国产化上量

偏光片是将 PVA 膜、三醋酸纤维素（TAC）膜经拉伸、复合、涂布等工艺制成的一种高分子材料。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，只剩下振动方向与偏光片透过轴平行的偏振光。偏光片对液晶显示和 OLED 均意义重大。偏光片对液晶显示不可或缺。液晶显示模组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。偏光片对 OLED 增强显示效果非常重要。偏光片在 OLED 里主要起到防止发光电极反光以提高环境光对比度的作用，原理是将环境光经偏光片吸收后的线偏振光转化为圆偏振光，因此 OLED 用偏光片也称为圆偏光片。

图13：偏光片的主要加工步骤

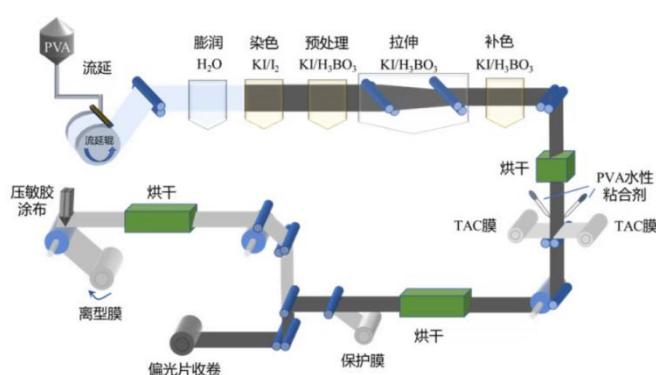
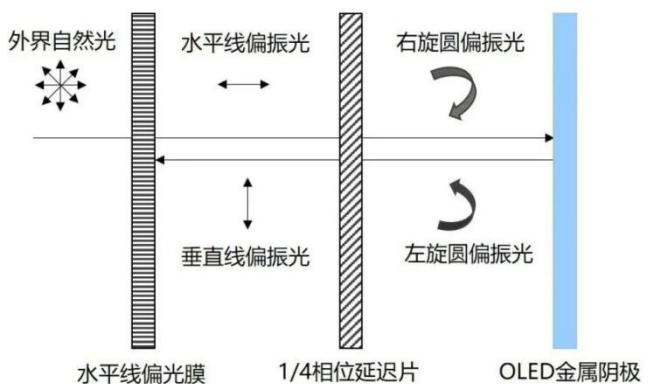


图14：OLED 圆偏振片工作原理



资料来源：高分子通报，中国银河证券研究院

资料来源：势银膜链，中国银河证券研究院

PVA 光学薄膜是液晶显示关键材料偏光片的核心膜材，偏光片原材料成本占生产总成本的 80%，其中 TAC 约占成本 50% 左右、光学级 PVA 薄膜占 12%、胶水 5-10%，保护膜、离型膜 15%，化工材料 5%，其他成本占 10%。

图15：偏光片的主要构成

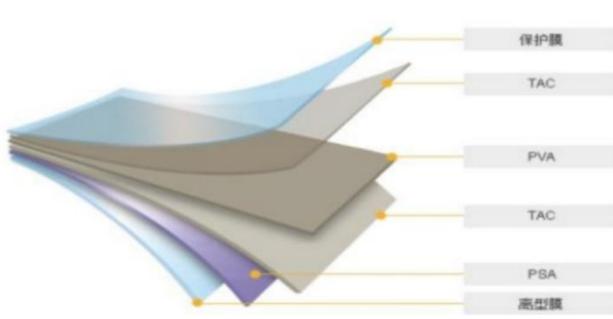


图16：PVA 膜是偏光片核心组件

类型	性状	作用
PVA膜	高透明、高延展性、好的碘吸附作用、良好的成膜特性等特点，延伸前厚度有 75 微米、60 微米、45 微米等规格	该层膜吸附碘的二向吸收分子后经过延伸配向，起到偏振的作用，是偏光片的核心部分，决定了偏光片的偏光性能、透过率、色调等关键光学指标
TAC膜	三醋酸纤维素膜，具有优异的支撑性、光学均匀性和高透明性，耐酸碱、耐紫外线，厚度主要有 80 微米、60 微米、40 微米、25 微米等规格	一方面作为PVA膜的支撑体，保证延伸的PVA膜不会回缩，另一方面保护PVA膜不受水汽、紫外线及其他外界物质的损害，保证偏光片的环境耐候性

资料来源：三利谱公告，中国银河证券研究院

资料来源：三利谱公告，中国银河证券研究院

## (二) 海外巨头看好发展，我国加快布局

因 PVA 光学薄膜技术含量高，且日本企业入场较早，在该产业具有长久的技术积累，全球市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断，其中可乐丽约占全球产能的 70-80%，并垄断了膜用 PVA 原料市场，三菱化学占 15%-20%（2019 年三菱化学合并吸收日本合成化学），剩下仅有皖维高新、中国台湾长春建有少量窄幅膜供应中低端市场，市场占有率不足 1%。2025 年 6 月 24 日，可乐丽公司宣布，将对其位于日本爱媛县西条市的工厂进行扩能，新增光学用 PVA 膜产线，以应对大屏幕尺寸驱动下偏光片需求的增长。此次扩能是可乐丽继 2015 年和 2018 年后，再次针对光学用 PVA 薄膜业务进行的重大投资。2015 年，可乐丽宣布在西条增设 LCD 用 PVA 光学薄膜生产设备，该设备于 2017 年投入运转；2018 年，公司宣布增产光学膜用 PVA 用以生产宽幅 5 米以上的薄膜产品。

表5：全球 PVA 光学膜产能分布

公司名称	主要介绍
日本可乐丽	可实现从高端 PVA 树脂、偏光片用 PVA 膜的生产、PVA 膜表面处理一体化生产。得益于集成化的生产体系其 PVA 光学膜占据垄断地位。在 2018 年 PVA 树脂占全球约 40%。2025 年 6 月 24 日，可乐丽宣布新增具备生产更宽光学用 PVA 薄膜的产线。预计年产能为 3800 万平方米，计划于 2027 年 12 月投产。
日本三菱化学	日本最大的化学公司，2019 年三菱化学合并子公司日本合成化学获得 PVA 光学膜产能。日本合成化学的主打产品为 PVA/PVOH “高先诺尔”、液晶显示用 PVOH 薄膜“OPL 膜”、EVOH “索阿诺尔”等产品。
中国台湾长春化工	台湾省第二大综合塑料、电子和精细化工集团，长春化工拥有 2 条聚乙烯醇生产线，目前 PVA 膜产能约 1800 万 m <sup>2</sup> 。
川维化工	国内唯一以天然气乙炔法工艺生产 PVA 的厂家，目前拥有 PVA 膜产能 800 万 m <sup>2</sup> ，并有第二条产线在建。
重庆光谱新材	致力于光学级 PVA 产业化生产，于 2021 年及 2024 年分别申报《年产 850 万平方米聚乙烯醇光学膜项目》与《年产 700 万平方米聚乙烯醇光学膜项目》。

资料来源：可乐丽官网，势银膜链，中国银河证券研究院

表6：全球 PVA 光学膜产能分布

公司名称	产能 (万 m <sup>2</sup> )	备注
日本可乐丽	29600	在建 3800 万 m <sup>2</sup>
日本三菱化学	13000	
中国台湾长春化工	1800	
皖维高新	1200	在建 2000 万 m <sup>2</sup>
川维化工	800	客户验证阶段
重庆光谱新材	700	建设中

资料来源：可乐丽官网，势银膜链，中国银河证券研究院

**偏光片需求平稳增长，我国 PVA 光学膜国产化加速。**2023 年我国偏光片按产能计实际需求量约 2.5 亿平方米，折算 PVA 光学薄膜用量约为 1.5 亿平方米，考虑到裁剪和生产正常消耗，对应需求量约 1.9 亿平方米，按 15 元/平方米计对应国内市场规模约 28 亿元。当前，全球液晶显示产能持续向国内转移，2025 年中国大陆偏光片产能预计占全球 63%，本土厂商产能占比提升至 58%。在

此背景下，偏光片厂商对成本管控趋严，对 PVA 光学膜等上游原材料的国产化需求愈发迫切。目前我国 PVA 光学膜领域虽已实现了较大突破，但由于 PVA 光学膜的加工过程具有复杂性，因此从当下来看国产 PVA 光学膜成品与日韩企业相比仍有一定差距。但在国家政策对新质生产力的支持及产学研深度协同下，我国已逐步打破了 PVA 光学膜原料、核心设备、成品等多方位的“卡脖子”状态，国内 PVA 光学膜也将迎来发展的黄金时期。

### (三) 皖维高新作为中国大陆第一厂商，进入“规模替代”

**皖维高新敢为人先，最终取得突破。**为了突破国产光学 PVA 膜技术空白的瓶颈，皖维集团自 2012 年起布局 PVA 光学膜研发，2019 年联合中国科学技术大学成立先进功能膜材料研究院有限公司。最终成功攻克了三大核心技术壁垒：高纯度树脂合成（金属离子含量降至 ppm 级、精密成膜工艺）、创新湿法双向拉伸技术（实现膜厚均匀性控制在±1μm、光学性能优化）、攻克碘染-硼酸交联动态调控技术（将偏光膜透光率提升至 43%），并于 2022 年底实现了该项目的应用及产业化，打破了国外垄断。作为目前中国大陆地区仅有的批量生产销售 PVA 光学薄膜产品的生产商，已建有两条生产线。在建年产 2000 万平米项目，预计 2025 年年底前投产。根据公司公众号，项目达产后可满足国内 40% 的高端 PVA 光学膜需求，预计年节约进口成本达 15 亿元。产品已通过京东方、TCL 华星等头部面板企业的认证，首批订单将于 2026 年第一季度交付。

表7：皖维高新 PVA 光学膜产能分布

产线	幅宽 (mm)	应用
500 万 m <sup>2</sup>	1600	小尺寸 LCD 偏光片、眼镜偏光片等
700 万 m <sup>2</sup>	3400	大尺寸 LCD 偏光片组
2000 万 m <sup>2</sup>	3400	TFT 偏光片用宽幅 PVA 光学薄膜

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**国产化一体化优势保障供应链稳定、满足产业链降本诉求。**目前在“电石→醋酸乙烯（VAC）→高纯度 PVA 树脂→光学膜”的一体化产业链垂直整合优势下，国产 PVA 光学膜价格已较进口产品降低 35%，推动下游偏光片整体成本下降 12%。未来随着技术成熟仍有降本潜力。2024 年皖维高新 PVA 光学薄膜产品实际产量 546.52 万平米，扣除内部自用后销售 449.89 万平米，较上年度增长 96.19%。

表8：公司 PVA 光学膜产销量及单价

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
产量 (万 m <sup>2</sup> )	145.89	86.24	104.46	163.84	120.26	157.96	217.80	202.69
销量 (万 m <sup>2</sup> )	68.50	50.34	70.82	124.23	91.79	163.05	238.77	191.46
单价 (元/m <sup>2</sup> )	14.07	14.90	13.22	11.95	12.26	11.22	11.40	11.19

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 三、PVB 胶片：汽车级国产化蓄势待发

### (一) PVB 胶片在汽车领域空间广阔

**PVB 胶片是夹层安全玻璃最佳粘合材料。** PVB 胶片外观为半透明薄膜，要求表面无杂质、平整、有一定的粗糙度和良好的柔软性，对无机玻璃有很好的粘结力，具有透明、耐热、耐寒、耐湿、机械强度高等特性，是当前世界上制造夹层安全玻璃用的最佳粘合材料。现已广泛应用于建筑幕墙玻璃、汽车前挡风玻璃等领域。

**PVB 胶片切合汽车舒适性发展的需求趋势。** 汽车前挡风玻璃是属于夹层玻璃，由 0.76mm 的 PVB 中间膜和两层厚度一样的玻璃经高温高压抽真空等技术后而成型。PVB 夹层玻璃具备四大优势：

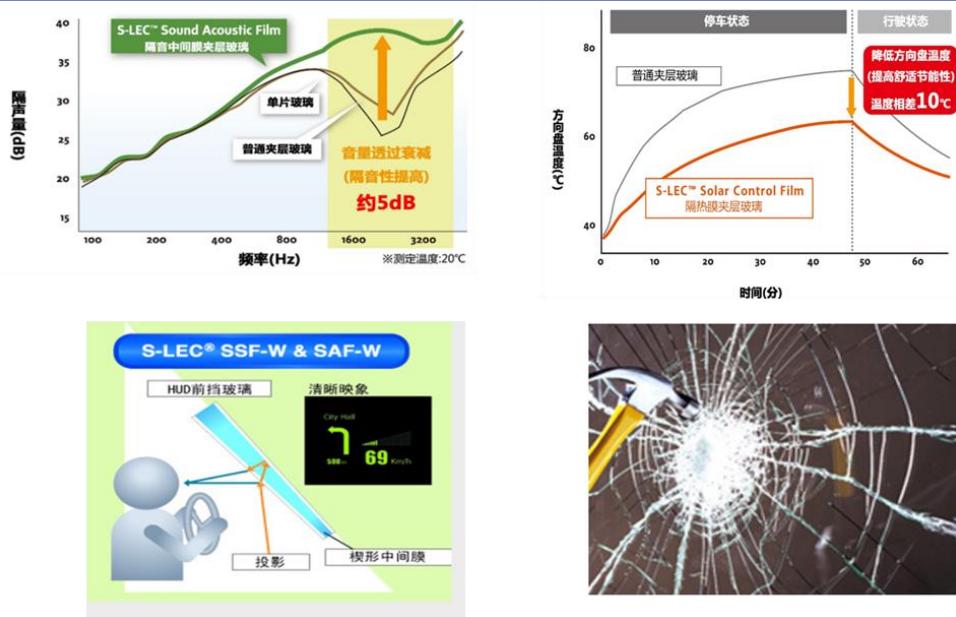
减重：比一般钢化玻璃减轻 10%，整辆车重量减轻 4 公斤。

节能：PVB 中间膜不仅可以吸收或反射 99%的紫外线，使驾驶员免受强光和有害光线的照射；同时不良的热传导性也更加节约汽车空调耗能。

安全：当汽车前挡风玻璃受到外界挤压或者撞击时，玻璃碎片不会散落开而是像蜘蛛网形状似的粘附在具有粘粘性的 PVB 中间膜上。同时在防盗方面也需要更高一筹。

隔音：PVB 夹层玻璃可以有效降低汽车在行驶过程中车体外部的风声和噪音声，尤其在高频噪音地带隔音效果更佳。

图17：汽车玻璃间 PVB 胶片可起到隔音、节能、增强显示、安全的综合效果



资料来源：积水官网，中国银河证券研究院

全球 PVB 胶片的生产商主要有四家——美国首诺、日本积水、美国杜邦和日本可乐丽，四家占据了全球 90%左右的市场份额。由于 PVB 胶片行业需要较大的资本投入，成熟的技术以及整套的原料生产流程，因此入行门槛较高。我国由于生产技术落后和配套原料不足，国产 PVB 胶片的质量与国际几大公司同类产品相比较还存在很大差距，质量和性能无法满足要求，国内高端市场几乎全部被国外跨国公司控制。

**决定 PVB 胶片质量的核心是 PVB 树脂及原料。**解决 PVB 胶片问题首先需要解决 PVB 树脂的自主供应。全球 80%的 PVB 树脂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，下游约 82%PVB 树脂用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃，11%用在光伏材料中，其余的 7%应用于油漆、胶水、染料等材料中。其中，首诺的产品主要应用于汽车以及建筑业；积水的产品主要用于汽车行业，积水中间膜 S-LEC™ Film，在汽车业界拥有世界 50%以上的占有率；可乐丽和杜邦则在新兴的光伏材料应用中占据重要位置。由于生产 PVB 树脂的技术复杂性，这四家企业垄断着汽车、建筑安全玻璃的膜片及航空、电子等高尖端产品对 PVB 树脂的需求。目前我国 PVB 树脂的生产企业规模偏小，全国十多家生产 PVB 树脂的企业，年 PVB 树脂实物量约 7.2 万吨，品质一般，多用在建筑领域。据测算，中国在安全玻璃方面，每年需要 PVB 树脂 10 万吨以上，随着高层建筑行业、新能源汽车的发展，PVB 树脂应用领域、使用量不断扩大。2023 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 树脂将超过 13 万吨，其它行业 PVB 树脂的需求量将达到 2 万吨。

## (二) 乘“汽车第一省”强劲东风，公司迎历史机遇

**皖维集团成为国内唯一汽车级 PVB 胶片全产业链生产商。**皖维高新是国内厂商中唯一拥有“PVA-PVB 树脂-PVB 胶片”完整产业链的企业，能够自主生产 PVB 产品的专用原材料，现有年产 1.8 万吨的 PVB 树脂生产线及年产 2.2 万吨的 PVB 胶片生产线，在建年产 2 万吨汽车级 PVB 胶片也将在 2025 年下半年建成投产。经过多年的生产实践和技术攻关，PVB 树脂工艺技术日臻成熟，产品质量显著提高，完全达到建筑胶片、光伏胶片、汽车胶片的生产技术要求。同时，成功开发出超低粘度 PVB 树脂、电子陶瓷用 PVB 树脂以及高端油墨用 PVB 树脂，已进入客户试用阶段。

2024 年 10 月，皖维集团全资收购山东明池玻璃，皖维皕盛的汽车胶片经验证，已大批量用于明池商用车玻璃，加快了公司汽车级 PVB 胶片的商用进程。同时，2025 年 8 月，皖维集团年产 300 万套汽车安全玻璃项目投产，采用自主 PVB 胶片的首片汽车安全玻璃顺利下线，标志着皖维集团成为打通“PVA 树脂-PVB 树脂-PVB 汽车胶片-汽车安全玻璃”全产业链的企业，正式开启汽车安全玻璃生产新赛道。

表9：皖维高新完成汽车级 PVB 胶片全产业链布局

主体	产品	产能（万吨）	备注
皖维高新	PVB 树脂	1.8	在建 2 万吨
皖维皕盛	PVB 胶片	2.2	在建 2 万吨拟于 2025 年底前投产
皖维集团	汽车玻璃	600 万套	明池玻璃原 300 万套+巢湖新建 300 万套

资料来源：公司公告，文登发布，中国银河证券研究院

**“汽车第一省”市场空间广阔。**根据国家统计局，2025 年 1-6 月安徽省汽车产量达 149.95 万辆，其中新能源汽车产量 73.09 万辆，双双位居全国第一，实现历史性突破。目前，安徽汽车产业共有企业 5000 家，上市企业 27 家，集聚奇瑞集团、江汽集团、蔚来、合肥长安、比亚迪合肥、大众安徽、汉马科技等 7 家整车企业。7 月人民日报刊登《安徽汽车产业何以出彩》的文章，提出“完备的产业链体系及布局”是关键。我们认为，汽车级 PVB 胶片、PVA 光学膜作为汽车玻璃和汽车显示的关键一环，作为安徽地方国企的皖维高新在完成国产化技术突破后，未来将走上转型升级快车道。

图18：2025年上半年，安徽历史首次成为“汽车第一省”

	2015 年		2025 上半年		
	汽车产量	排名	汽车产量	排名	新能源汽车产量
安徽	117.00	8	149.95	1	73.09
广东	239.40	3	134.34	2	43.10
重庆	260.93	1	121.85	3	48.93
山东	81.86	12	120.06	4	43.56
江苏	115.80	9	116.10	5	69.06
陕西	34.10	18	94.32	6	65.90
浙江	41.10	16	89.62	7	50.98
上海	243.00	2	81.05	8	47.78
湖南	36.30	17	74.76	9	47.91
吉林	208.13	5	71.82	10	7.05

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

假设如下：

(1) 聚乙烯醇业务：参考 2025 年前三季度公司聚乙烯醇业务增速和毛利率，同时考虑反内卷下价格触底反弹可能性较大，预计 2025-2027 年公司聚乙烯醇营业收入分别为 26.40、27.72、29.10 亿元。

(2) PVB 中间膜业务：参考 2025 年前三季度公司中间膜业务增速和毛利率，预计随着 2 万吨汽车级 PVB 中间膜产能逐渐爬升，2025-2027 年公司 PVB 中间膜业务营业收入分别为 1.8、5.4、10.8 亿元。

(3) PVA 光学膜业务：参考 2025 年前三季度公司 PVA 光学膜业务产销两旺及毛利率近 50%，预计随着在建 2000 万平 PVA 光学膜产能完全投产放量，2025-2027 年公司 PVA 光学膜营业收入分别为 0.94、3、3.6 亿元。

(4) 其他业务：主要包括 PVA 产业链中众多产品，假设发展较为稳定，预计 2025-2027 年公司其他业务收入分别为 55.44、56.21、55.72 亿元。

表10：皖维高新业务拆分及预测

主营业务	项目	2024A	2025E	2026E	2027E
聚乙烯醇	收入（百万元）	2256	2640	2772	2910
	增速		17%	5%	5%
	毛利率	20%	25%	25%	25%
PVB 中间膜	收入（百万元）	328	180	540	1080
	增速		-45%	200%	100%
	毛利率	23%	23%	35%	50%
PVA 光学膜	收入（百万元）	54	94	300	360
	增速		75%	219%	20%
	毛利率	30%	48%	50%	50%
其他	收入（百万元）	5391	5544	5621	5572
	增速		3%	1%	-1%
	收入（百万元）	8029	8458	9233	9923
合计	增速		5%	9%	7%
	毛利率	13%	15%	18%	19%

资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

### (二) 相对估值

结合公司业务布局情况，我们选取君正集团、东材科技、三利谱作为可比公司。截至 12 月 29 日，2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 29、18、12 倍。考虑到公司新材料开始投产发力、成长属性凸显，给予公司 2026 年 20 倍 PE。

表11：可比公司比较

股票代码	股票简称	股价 2025/12/29	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E

601216.SH	君正集团	4.83	0.31	-	-	-	15.83	-	-	-
601208.SH	东材料科技	27.77	0.74	1.54	2.09	2.62	37.35	18.00	13.27	10.59
002876.SZ	三利谱	23.45	0.36	0.58	0.99	1.66	65.53	40.37	23.59	14.09
-	平均值	-	0.47	1.06	1.54	2.14	39.57	29.18	18.43	12.34
600063.SH	皖维高新	6.05	0.18	0.23	0.36	0.45	33.86	26.42	17.03	13.43

注：可比公司估值数据采取 iFind 一致预测数据

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

### (三) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.3%的情况下，公司合理每股价值区间为 5.22-9.01 元，对应市值区间为 108.05-186.51 亿元。

表12：FCFF 估值参数假设及说明

指标	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率（Rf）	1.86%	参考中国 10 年期国债收益率
市场预期收益率（Rm）	5%	参考沪深 300 指数 2013-2024 年年度算数和几何平均收益率
贝塔值（β）	1.29	皖维高新近三年相对上证指数的 Beta
税率（T）	15%	企业所得税税率
加权平均资本成本（WACC）	4.42%	通过公式计算可得
永续增长率（g）	2%	假设公司永续增长率为 2%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

表13：绝对估值敏感性分析

每股价值区间	加权平均资本成本（WACC）							
	2.92%	3.42%	3.92%	4.42%	4.92%	5.42%	5.92%	
永续增长率 (g)	1.10%	8.76	7.08	6.00	5.25	4.70	4.28	3.94
	1.40%	10.10	7.85	6.49	5.58	4.94	4.45	4.08
	1.70%	12.10	8.87	7.10	5.99	5.22	4.66	4.23
	2.00%	15.40	10.33	7.91	6.49	5.56	4.90	4.41
	2.30%	21.86	12.57	9.01	7.13	5.97	5.19	4.62
	2.60%	40.29	16.44	10.62	7.99	6.50	5.54	4.87
	2.90%	518.68	24.75	13.16	9.18	7.18	5.97	5.16

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

### (四) 投资建议

公司作为 PVA 全球龙头，尽管近年行业景气度一般，但始终坚持围绕主业 PVA 开展研发。我们认为，随着 PVA 光学膜和 PVB 中间膜即将全面放量，公司增长引擎切换、成长空间打开，价值亟待重估。预计 2025-2027 年公司营收分别为 84.58、92.33、99.23 亿元；归母净利润分别为 4.74、7.35、9.32 亿元，同比分别变化 28.1%、55.2%、26.8%；EPS 分别为 0.23、0.36、0.45 元，对应 PE 分别为 26.42、17.03、13.43 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表14：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,030	8,458	9,233	9,923
增长率（%）	-2.8%	5.3%	9.2%	7.5%
归母净利润（百万元）	370	474	735	932
增长率（%）	8.2%	28.1%	55.2%	26.8%
摊薄 EPS（元）	0.18	0.23	0.36	0.45
PE	33.86	26.42	17.03	13.43

资料来源：*iFind*, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

新产品市场推广的风险：由于 PVA 光学膜和汽车级 PVB 胶片等新材料长期依赖进口，公司作为国产化先锋，需要开发产品市场，可能面临因技术和产品品种更新换代所带来的不确定性。

原材料变动风险：公司目前采用电石乙炔法为主的生产工艺，煤化工产业属于对能源、资源依赖度较高的行业。

新技术装备风险：随着公司的转型发展及一系列国产替代产品的产业化落地，对技术及装备的要求越来越高。公司若对自身生产需求、工艺特点及 未来发展规划把握不准，可能采购与实际需求不匹配的技术装备，导致生产效率低下或无法满足产品质量要求。

## 图表目录

图 1: 公司已完成三大生产基地布局 .....	4
图 2: 实控人为安徽省国资委 .....	5
图 3: 营收同比增速转正.....	5
图 4: 净利润持续修复.....	5
图 5: 季度营收企稳向好.....	6
图 6: 季度业绩较高点仍有空间 .....	6
图 7: 看淡行业景气波动，维持高强度研发支出.....	7
图 8: PVA 消费结构较分散.....	8
图 9: PVA 需求较为稳定 .....	8
图 10: PVA 价格价差处于低位 .....	8
图 11: PVA 开工率在 60%上下 .....	8
图 12: 乙烯产能仍快速增长，电石产能增速明显放缓 .....	10
图 13: 偏光片的主要加工步骤.....	11
图 14: OLED 圆偏振片工作原理 .....	11
图 15: 偏光片的主要构成 .....	11
图 16: PVA 膜是偏光片核心组件 .....	11
图 17: 汽车玻璃间 PVB 胶片可起到隔音、节能、增强显示、安全的综合效果 .....	14
图 18: 2025 年上半年，安徽历史首次成为“汽车第一省” .....	16

表 1: 皖维高新 PVA 产能占比超 28%，国内第一 .....	6
表 2: 2008 年到 2018 年 PVA 产能退出 33.5 万吨.....	9
表 3: 海外 PVA 工艺路线均为乙烯法.....	9
表 4: 江苏皖维新材料规划新建 20 万吨乙烯法 PVA .....	10
表 5: 全球 PVA 光学膜产能分布 .....	12
表 6: 全球 PVA 光学膜产能分布 .....	12
表 7: 皖维高新 PVA 光学膜产能分布 .....	13
表 8: 公司 PVA 光学膜产销量及单价 .....	13
表 9: 皖维高新完成汽车级 PVB 胶片全产业链布局 .....	15
表 10: 皖维高新业务拆分及预测.....	17
表 11: 可比公司比较 .....	17
表 12: FCFF 估值参数假设及说明 .....	18
表 13: 绝对估值敏感性分析 .....	18

表 14: 盈利预测 ..... 19

**附录：**

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,133	5,290	6,055	7,148
现金	319	579	1,003	1,903
应收账款	609	515	573	657
其它应收款	155	139	198	189
预付账款	248	232	254	270
存货	1,015	932	1,015	1,091
其他	2,788	2,893	3,013	3,037
非流动资产	10,272	10,269	10,212	9,980
长期投资	2,645	2,645	2,645	2,645
固定资产	5,822	6,135	6,245	6,105
无形资产	407	390	372	355
其他	1,398	1,099	950	875
资产总计	15,405	15,559	16,267	17,127
流动负债	6,306	6,158	6,276	6,415
短期借款	3,756	3,756	3,756	3,756
应付账款	646	614	630	696
其他	1,903	1,788	1,890	1,962
非流动负债	692	689	680	687
长期借款	100	100	100	100
其他	592	589	580	587
负债总计	6,998	6,847	6,956	7,101
少数股东权益	21	21	21	21
归属母公司股东权益	8,387	8,691	9,291	10,005
负债和股东权益	15,405	15,559	16,267	17,127

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,030	8,458	9,233	9,923
营业成本	6,985	7,183	7,618	8,012
税金及附加	65	63	66	75
销售费用	37	39	44	46
管理费用	289	301	336	357
研发费用	439	463	508	544
财务费用	-53	-6	-12	-20
资产减值损失	3	19	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	147	132	173	171
营业利润	419	565	854	1,089
营业外收入	9	7	6	7
营业外支出	5	33	18	19
利润总额	422	539	842	1,078
所得税	66	65	107	145
净利润	356	474	735	932
少数股东损益	-14	0	0	0
归属母公司净利润	370	474	735	932
EBITDA	882	1,785	2,223	2,578
EPS (元)	0.18	0.23	0.36	0.45

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-2.8%	5.3%	9.2%	7.5%
营业利润增长率	8.4%	35.0%	51.0%	27.6%
归母净利润增长率	8.2%	28.1%	55.2%	26.8%
毛利率	13.0%	15.1%	17.5%	19.3%
净利率	4.4%	5.6%	8.0%	9.4%
ROE	4.4%	5.5%	7.9%	9.3%
ROIC	2.5%	3.6%	5.3%	6.4%
资产负债率	45.4%	44.0%	42.8%	41.5%
净资产负债率	83.2%	78.6%	74.7%	70.8%
流动比率	0.81	0.86	0.96	1.11
速动比率	0.30	0.35	0.44	0.59
总资产周转率	0.54	0.55	0.58	0.59
应收账款周转率	15.79	15.05	16.98	16.13
应付账款周转率	12.13	11.40	12.25	12.09
每股收益	0.18	0.23	0.36	0.45
每股经营现金流	0.18	0.83	0.85	1.18
每股净资产	4.05	4.20	4.49	4.84
P/E	33.86	26.42	17.03	13.43
P/B	1.49	1.44	1.35	1.25
EV/EBITDA	18.70	9.05	7.11	5.75
PS	1.56	1.48	1.36	1.26

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏 化工行业分析师

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级 推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	公司评级 推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

林 程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn