

2023年03月27日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# PVA 景气助业绩高增，聚焦新材料实现转型升级

## —皖维高新（600063.SH）公司事件点评报告

### 买入(维持)

### 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-03-27

|            |            |
|------------|------------|
| 当前股价(元)    | 6.64       |
| 总市值(亿元)    | 143        |
| 总股本(百万股)   | 2159       |
| 流通股本(百万股)  | 1926       |
| 52周价格范围(元) | 5.37-10.91 |
| 日均成交额(百万元) | 405.36     |

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《皖维高新（600063）：PVA 盈利能力或持续提升，新项目助力成长》2022-10-21
- 《皖维高新（600063）：PVA 持续高景气，PVB 有望迎来高增长》2022-09-12
- 《皖维高新（600063.SH）：主产品量价齐升，新材料项目稳步推进》2022-08-19

皖维高新发布 2022 年度报告：报告期内实现销售收入 99.42 亿元，同比增长 21.28%；利润总额 15.16 亿元，同比增长 34.75%；归属于母公司股东的净利润 13.69 亿元，同比增长 37.07%；每股收益 0.68 元，同比增长 30.77%。其中 Q4 实现营业收入 26.63 亿元，同比增长 38.92%，归母净利润 0.75 亿元，同比下降 71.26%。

### 投资要点

#### 核心产品量价齐升，PVA 产业链多点开花

公司是聚乙烯醇(PVA)行业的龙头企业，拥有国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的 PVA 系列产品。2022 年主要产品聚乙烯醇、醋酸乙烯、水泥熟料、醋酸甲酯、VAE 乳液占公司营业收入分别为：36.22%、5.26%、18.09%、7.86%、7.77%。2022 年公司 PVA、醋酸乙烯收入分别为 37.35 亿元、10.72 亿元，同比分别+37.86%、+56.69%，毛利同比分别+4.58 亿元、+1.47 亿元。根据卓创资讯，2022 年国内 PVA 均价 21495 元/吨，同比+13.53%。受疫情导致下游需求不足及供应增加影响，8 月下旬开始 PVA 价格急速下跌，Q4 国内均价 16844 元/吨，同比-31.86%，环比-27.25%，核心产品价格下跌导致公司四季度盈利承压。随着经济活力的不断恢复，2023Q1 聚乙烯醇价格呈现持续上涨趋势，目前修复至 17000 元/吨以上，未来随着需求复苏及湘维复产冲击逐步消化，PVA 价格或维持易涨难跌。

#### 产能逐步投放，静待业绩兑现

截至 2022 年底，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。年产 6 万吨乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目已完成前期设计、可行性研究、报批备案等工作，计划于 2023 年 10 月份建成投产。内蒙古商维新材料有限公司 6000 吨年水溶性聚乙烯醇纤维项目及子公司皖维丽盛 4 万吨级 PVB 膜扩建计划稳步推进。

## ■ PVA 行业格局向好，聚焦新材料实现转型升级

经过多年竞争，国内聚乙烯醇行业产业集中度进一步提升，龙头企业行业地位会更加稳固。公司是国内最大的聚乙烯醇及下游产品的研发、生产、销售企业，在市场竞争中处于领先地位。公司始终坚持“立足主业，创新驱动”的发展理念，2022 年公司研发投入 5.37 亿元，同比增长 52.03%，研发人员 843 人，占公司总人数的 17.44%。随着公司一批新材料项目的建成投产，公司以 PVA 产品为核心、高端功能膜材料为突破的“五大产业链”产业布局将初步形成。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 96.04、112.07、120.06 亿元，EPS 分别为 0.5、0.66、0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 13.2、10.1、9 倍。鉴于短期价格承压不改公司 PVA 主业长期供需格局向好，新材料产能投放持续推进，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

政策风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险。

| 预测指标        | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入（百万元） | 9,942 | 9,604  | 11,207 | 12,006 |
| 增长率（%）      | 22.7% | -3.4%  | 16.7%  | 7.1%   |
| 归母净利润（百万元）  | 1,369 | 1,082  | 1,426  | 1,597  |
| 增长率（%）      | 39.4% | -21.0% | 31.7%  | 12.0%  |
| 摊薄每股收益（元）   | 0.63  | 0.50   | 0.66   | 0.74   |
| ROE（%）      | 17.6% | 12.5%  | 14.6%  | 14.4%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 3,136  | 4,382  | 5,685  | 7,210  |
| 应收款           | 1,401  | 1,353  | 1,579  | 1,691  |
| 存货            | 888    | 897    | 1,030  | 1,099  |
| 其他流动资产        | 521    | 505    | 584    | 624    |
| 流动资产合计        | 5,946  | 7,137  | 8,879  | 10,625 |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 26     | 26     | 26     | 26     |
| 固定资产          | 4,258  | 4,647  | 4,606  | 4,407  |
| 在建工程          | 1,122  | 449    | 180    | 72     |
| 无形资产          | 446    | 424    | 401    | 380    |
| 长期股权投资        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产       | 1,473  | 1,473  | 1,473  | 1,473  |
| 非流动资产合计       | 7,299  | 6,993  | 6,661  | 6,333  |
| 资产总计          | 13,245 | 14,130 | 15,540 | 16,958 |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款          | 2,060  | 2,060  | 2,060  | 2,060  |
| 应付账款、票据       | 1,797  | 1,814  | 2,084  | 2,224  |
| 其他流动负债        | 968    | 968    | 968    | 968    |
| 流动负债合计        | 4,824  | 4,842  | 5,111  | 5,251  |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |
| 长期借款          | 130    | 130    | 130    | 130    |
| 其他非流动负债       | 503    | 503    | 503    | 503    |
| 非流动负债合计       | 633    | 633    | 633    | 633    |
| 负债合计          | 5,458  | 5,476  | 5,745  | 5,885  |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |
| 股本            | 2,159  | 2,159  | 2,159  | 2,159  |
| 股东权益          | 7,788  | 8,654  | 9,795  | 11,073 |
| 负债和所有者权益      | 13,245 | 14,130 | 15,540 | 16,958 |

| 现金流量表     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 1360  | 1075  | 1416  | 1586  |
| 少数股东权益    | -9    | -7    | -10   | -11   |
| 折旧摊销      | 425   | 306   | 331   | 327   |
| 公允价值变动    | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 营运资金变动    | 503   | 74    | -170  | -82   |
| 经营活动现金净流量 | 2291  | 1460  | 1580  | 1834  |
| 投资活动现金净流量 | -1738 | 284   | 310   | 307   |
| 筹资活动现金净流量 | 693   | -209  | -275  | -308  |
| 现金流量净额    | 1,246 | 1,535 | 1,615 | 1,833 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表          | 2022A        | 2023E        | 2024E         | 2025E         |
|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>9,942</b> | <b>9,604</b> | <b>11,207</b> | <b>12,006</b> |
| 营业成本         | 7,429        | 7,421        | 8,520         | 9,092         |
| 营业税金及附加      | 86           | 83           | 96            | 103           |
| 销售费用         | 41           | 39           | 46            | 49            |
| 管理费用         | 332          | 321          | 374           | 401           |
| 财务费用         | -2           | -24          | -61           | -103          |
| 研发费用         | 537          | 519          | 606           | 649           |
| 费用合计         | 908          | 855          | 965           | 995           |
| 资产减值损失       | -2           | -2           | -2            | -2            |
| 公允价值变动       | 13           | 13           | 13            | 13            |
| 投资收益         | 8            | 8            | 8             | 8             |
| <b>营业利润</b>  | <b>1,586</b> | <b>1,269</b> | <b>1,649</b>  | <b>1,839</b>  |
| 加:营业外收入      | 9            | 9            | 9             | 9             |
| 减:营业外支出      | 79           | 79           | 79            | 79            |
| <b>利润总额</b>  | <b>1,516</b> | <b>1,198</b> | <b>1,578</b>  | <b>1,768</b>  |
| 所得税费用        | 156          | 123          | 162           | 182           |
| <b>净利润</b>   | <b>1,360</b> | <b>1,075</b> | <b>1,416</b>  | <b>1,586</b>  |
| 少数股东损益       | -9           | -7           | -10           | -11           |
| <b>归母净利润</b> | <b>1,369</b> | <b>1,082</b> | <b>1,426</b>  | <b>1,597</b>  |

| 主要财务指标           | 2022A | 2023E  | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |       |        |       |       |
| 营业收入增长率          | 22.7% | -3.4%  | 16.7% | 7.1%  |
| 归母净利润增长率         | 39.4% | -21.0% | 31.7% | 12.0% |
| <b>盈利能力</b>      |       |        |       |       |
| 毛利率              | 25.3% | 22.7%  | 24.0% | 24.3% |
| 四项费用/营收          | 9.1%  | 8.9%   | 8.6%  | 8.3%  |
| 净利率              | 13.7% | 11.2%  | 12.6% | 13.2% |
| ROE              | 17.6% | 12.5%  | 14.6% | 14.4% |
| <b>偿债能力</b>      |       |        |       |       |
| 资产负债率            | 41.2% | 38.8%  | 37.0% | 34.7% |
| <b>营运能力</b>      |       |        |       |       |
| 总资产周转率           | 0.8   | 0.7    | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率          | 7.1   | 7.1    | 7.1   | 7.1   |
| 存货周转率            | 8.4   | 8.4    | 8.4   | 8.4   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |       |        |       |       |
| EPS              | 0.63  | 0.50   | 0.66  | 0.74  |
| P/E              | 10.5  | 13.2   | 10.1  | 9.0   |
| P/S              | 1.4   | 1.5    | 1.3   | 1.2   |
| P/B              | 4.9   | 1.7    | 1.5   | 1.3   |

## ■ 新材料组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**刘韩：**中山大学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。