

皖维高新 (600063.SH)

强烈推荐 (维持)

全年业绩大幅增长，新材料板块多点突破

事件：公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 99.4 亿元，同比增长 21.3%，归母净利润 13.7 亿元，同比增长 37.1%，扣非净利润 13.7 亿元，同比增长 36.3%；其中四季度单季实现营业收入 26.6 亿元，同比增长 35.8%，归母净利润 0.75 亿元，同比下降 81.8%。

- **核心产品盈利水平大幅提升，新材料板块稳步增长。**2022 年在新冠疫情冲击下，公司紧紧围绕 PVA 主业，补链、固链、强链形成“五大产业链”，销售收入、出口创汇、利润总额等主要指标再创历史新高。报告期内，公司聚乙烯醇 (PVA) 收入 37.4 亿元，同比增长 37.9%，毛利率 36.7%，同比提高 3 pct；公司大力拓展 PVA 纤维、PVA 光学膜和 PVB 膜片等市场应用，新材料产品收入 20.4 亿元，同比增长 20.6%，毛利率 17.9%，同比下降 1.7 pct。公司全年研发投入 5.4 亿元，同比增长 52.0%，未来创新驱动动力充足。
- **PVA 价格底部有所反弹，公司全产业链竞争力强。**2022 年 PVA 行业景气度总体向下，当前 PVA 市场价 1.57 万元/吨，底部上涨 12.1%，较去年市场均价下降 19.1%。PVA 行业集中度高，公司现有产能 31 万吨/年，国内占比 28.3%，拥有较强市场话语权，新建 6 万吨/年乙烯法特种 PVA 树脂计划于 2023 年 10 月投产；海外部分乙烯法 PVA 产能退出，转而向中国采购，2022 年我国 PVA 出口量 19.5 万吨，同比增长 16.1%。公司拥有“电石-醋酸乙烯-PVA”产业链一体化优势，柔性调节各产品产销量，实现效益最大化。
- **公司加强布局新材料项目，积极进军 PVB 中间膜领域。**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、2 万吨可再分散性胶粉、3.5 万吨差别化 PET 聚酯切片、5000 吨功能性 PVA 树脂、700 万平方米 PVA 光学薄膜、700 万平方米偏光片、6 万吨 VAE 乳液等十大新材料项目全部竣工投产，产品结构进一步优化，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 光学膜主要被日本企业垄断，其生产用关键核心装备超镜面流延辊、VAE 乳液生产用高压聚合反应釜，突破国外技术封锁，成功国产化，产业链稳定性和安全性进一步提升。公司收购皖维丽盛进军 PVB 中间膜行业，具备“PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜”全产业链优势，主要生产和销售建筑级及汽车级 PVB 膜片，拥有光伏级 PVB 膜片技术，建筑光伏一体化 (BIPV) 有望进一步打开未来需求空间。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.5 亿、10.3 亿、11.9 亿元，EPS 分别为 0.40、0.48、0.55 元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、13 倍，鉴于 PVA 行业景气度底部反弹，公司 PVA 光学膜、PVB 膜片等新材料业务成长空间大，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：产品价格下跌、新项目建设不及预期、产品放量不及预期。**

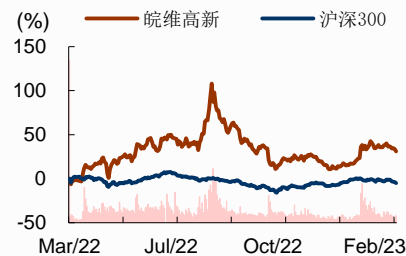
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：6.88 元

基础数据

总股本 (万股)	215925
已上市流通股 (万股)	192589
总市值 (亿元)	149
流通市值 (亿元)	133
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	17.7
资产负债率	41.2%
主要股东	安徽皖维集团有限责任公司
主要股东持股比例	34.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-18	30
相对表现	0	-15	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《皖维高新 (600063) 一上半年业绩大幅增长，PVB 膜打开成长新空间》2022-08-19
- 《皖维高新 (600063) 一二季度业绩大超预期，新材料项目多点开花》2022-07-08
- 《皖维高新 (600063) 一PVA 高景气度延续，一季度业绩超预期》2022-03-28

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caocheng'an@cmschina.com.cn

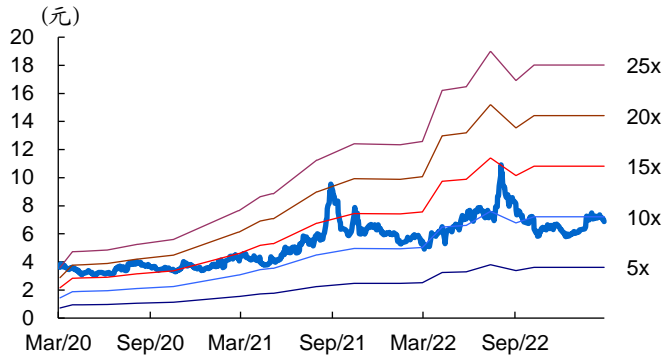
财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8198	9942	9527	10874	11842
同比增长	16%	21%	-4%	14%	9%
营业利润(百万元)	1191	1586	1015	1215	1383
同比增长	71%	33%	-36%	20%	14%
归母净利润(百万元)	999	1369	853	1034	1186

同比增长	63%	37%	-38%	21%	15%
每股收益(元)	0.46	0.63	0.40	0.48	0.55
PE	14.9	10.8	17.4	14.4	12.5
PB	2.3	1.9	1.8	1.6	1.5

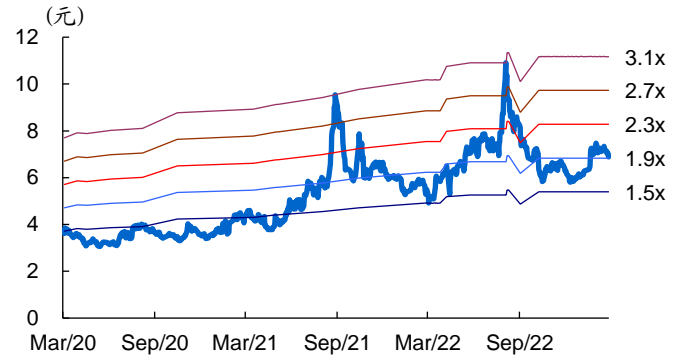
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 皖维高新历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 皖维高新历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5103	5946	5796	6582	7406
现金	1914	3136	3042	3450	4005
交易性投资	30	26	26	26	26
应收票据	1268	814	780	891	970
应收款项	378	570	528	603	657
其它应收款	0	16	15	17	19
存货	977	888	913	1036	1121
其他	536	495	491	559	607
非流动资产	6947	7299	7587	7848	8084
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3906	4258	4591	4892	5165
无形资产商誉	438	452	406	366	329
其他	2603	2590	2590	2589	2589
资产总计	12051	13245	13383	14430	15490
流动负债	4715	4824	4331	4607	4798
短期借款	1860	2060	1830	1830	1830
应付账款	1881	1797	1863	2114	2288
预收账款	154	103	107	121	131
其他	820	865	530	541	549
长期负债	789	633	633	633	633
长期借款	320	130	130	130	130
其他	469	503	503	503	503
负债合计	5504	5458	4964	5240	5432
股本	1926	2159	2159	2159	2159
资本公积金	1719	1676	1676	1676	1676
留存收益	2869	3912	4549	5327	6203
少数股东权益	32	41	35	28	20
归属于母公司所有者权益	6514	7747	8385	9162	10038
负债及权益合计	12051	13245	13383	14430	15490

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1512	2291	1376	1339	1531
净利润	995	1360	848	1027	1178
折旧摊销	0	425	452	480	504
财务费用	0	(8)	6	(6)	(16)
投资收益	0	(8)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	517	522	131	(106)	(79)
其它	0	0	0	5	4
投资活动现金流	(824)	(1738)	(681)	(681)	(681)
资本支出	(934)	(845)	(742)	(742)	(742)
其他投资	110	(893)	60	60	60
筹资活动现金流	(766)	(377)	(789)	(250)	(294)
借款变动	(80)	(430)	(567)	0	0
普通股增加	0	233	0	0	0
资本公积增加	120	(43)	0	0	0
股利分配	(193)	(193)	(216)	(256)	(310)
其他	(613)	55	(6)	6	16
现金净增加额	(78)	176	(94)	408	556

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8198	9942	9527	10874	11842
营业成本	6141	7429	7706	8743	9464
营业税金及附加	64	86	82	94	102
营业费用	40	41	39	44	48
管理费用	324	332	318	363	395
研发费用	353	537	429	489	533
财务费用	96	(2)	6	(6)	(16)
资产减值损失	(78)	7	7	7	7
公允价值变动收益	3	13	13	13	13
其他收益	51	39	39	39	39
投资收益	36	8	8	8	8
营业利润	1191	1586	1015	1215	1383
营业外收入	6	9	9	9	9
营业外支出	71	79	79	79	79
利润总额	1125	1516	944	1144	1313
所得税	130	156	97	117	135
少数股东损益	(4)	(9)	(6)	(7)	(8)
归属于母公司净利润	999	1369	853	1034	1186

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	16%	21%	-4%	14%	9%
营业利润	71%	33%	-36%	20%	14%
归母净利润	63%	37%	-38%	21%	15%
获利能力					
毛利率	25.1%	25.3%	19.1%	19.6%	20.1%
净利率	12.2%	13.8%	9.0%	9.5%	10.0%
ROE	16.4%	19.2%	10.6%	11.8%	12.4%
ROIC	13.2%	14.7%	8.8%	10.1%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	41.2%	37.1%	36.3%	35.1%
净负债比率	20.7%	19.1%	14.6%	13.6%	12.7%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率	8.1	8.0	8.6	9.0	8.8
应收账款周转率	6.0	6.6	7.1	7.8	7.6
应付账款周转率	4.1	4.0	4.2	4.4	4.3
每股资料(元)					
EPS	0.46	0.63	0.40	0.48	0.55
每股经营净现金	0.70	1.06	0.64	0.62	0.71
每股净资产	3.02	3.59	3.88	4.24	4.65
每股股利	0.09	0.10	0.12	0.14	0.16
估值比率					
PE	14.9	10.8	17.4	14.4	12.5
PB	2.3	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.1	8.5	11.4	10.0	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。