

投资评级 **优于大市** 维持

## 2022 年净利润实现较快增长，持续扩产实现进口替代

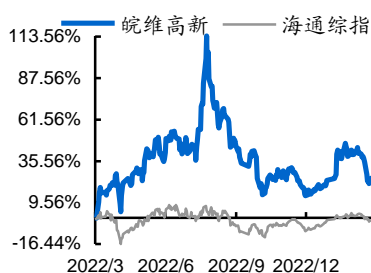
### 股票数据

03月23日收盘价(元)	6.57
52周股价波动(元)	5.15-11.30
总股本/流通A股(百万股)	2159/1926
总市值/流通市值(百万元)	14186/12653

### 相关研究

《PVA 价格上行，收购皖维铂盛完善 PVB 产业链》2022.06.22

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.7	4.5	13.3
相对涨幅 (%)	-6.2	7.9	7.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:张翠翠

Tel:(021)23214397

Email:zcc11726@haitong.com

证书:S0850517110003

### 投资要点:

- 2022 年公司净利润实现较快增长。**2022 年公司营业收入 99.42 亿元，同比增长 21.28%，归母净利润 13.69 亿元，同比增长 37.07%，扣非后净利润 13.71 亿元，同比增长 36.63%。2022 年公司聚乙烯醇 (PVA) 实现收入 37.35 亿元，销量为 20.36 万吨；醋酸乙烯实现收入 10.72 亿元，销量为 10.07 万吨；PVA 高强高模纤维 (含 PVA 水溶纤维) 实现收入 4.88 亿元，销量为 1.99 万吨；公司 PVA 光学薄膜产品实际产量 180.33 万平方米，新建的年产 700 万平方米 PVA 光学薄膜项目于 2022 年 9 月份投产，产品应用于 TFT-LCD 偏光片。
- 公司内生外延大力拓展高端产品。**公司积极发展高附加值的特种 PVA 系列产品、PVA 纤维及 PVA 下游高端产品，其中新特产品占公司 2022 年 PVA 实际产量的比例达 70% 以上。目前全球 PVA 和 PVB 树脂市场均被海外少数国际巨头垄断，高端产品国内替代空间大。全球 PVA 光学薄膜市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断，国内仅有皖维高新、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%。公司积极推进高端产品，2022 年 9 月公司完成收购皖维铂盛 100% 股权，公司 PVA-PVB 树脂-PVB 胶片全产业链的优势基本形成。
- 公司持续扩产新品类，强化竞争优势。**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，公司的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。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 11.35 亿元、12.38 亿元和 13.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.57 元和 0.64 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为 2023 年 PE 15-17 倍，对应合理价值区间为 7.95-9.01 元 (对应 PB 为 1.93-2.19 倍)，维持优于大市评级。
- 风险提示：**新建项目投产不及预期；下游需求不及预期；PVA 等主营产品价格不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8198	9942	10279	11265	12365
(+/-)YoY(%)	16.2%	21.3%	3.4%	9.6%	9.8%
净利润 (百万元)	999	1369	1135	1238	1373
(+/-)YoY(%)	63.4%	37.1%	-17.1%	9.0%	10.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.46	0.63	0.53	0.57	0.64
毛利率(%)	25.1%	25.3%	22.1%	22.1%	22.1%
净资产收益率(%)	15.3%	17.7%	12.8%	12.2%	11.9%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设：**

- 1) 醋酸乙烯、聚乙烯醇：2022年10月公司拟投资年产6万吨乙烯法特种聚乙烯醇树脂升级改造项目，项目建成后，可形成年产18万吨乙烯法醋酸乙烯、6万吨特种聚乙烯醇；2022年公司PVA产能31万吨，2022年实际产量23.25万吨。因此我们认为随着公司提升产能利用率及新项目投产，公司醋酸乙烯及聚乙烯醇树脂销售量有望稳定增长，年增长率为10%。
- 2) 可再分散胶粉、VAE乳液、聚酯切片：2022年公司投资新建的年产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6万吨VAE乳液全部竣工投产。我们认为随着新产能释放，可再分散胶粉销量年增长率为10%，VAE乳液、聚酯切片销量年增长率为20%。

**表 1 皖维高新分业务盈利预测**

	项目	2022	2023E	2024E	2025E
醋酸乙烯	销售收入（百万元）	1071.66	886.01	974.61	1072.07
	销售成本（百万元）	707.54	620.21	682.23	750.45
	毛利率	33.98%	30.00%	30.00%	30.00%
可再分散胶粉	销售收入（百万元）	469.93	527.52	580.27	638.30
	销售成本（百万元）	407.66	458.94	504.84	555.32
	毛利率	13.25%	13.00%	13.00%	13.00%
VAE乳液	销售收入（百万元）	582.86	681.46	817.75	981.30
	销售成本（百万元）	446.29	524.72	629.67	755.60
	毛利率	23.43%	23.00%	23.00%	23.00%
PVA 高强度高模纤维	销售收入（百万元）	487.61	547.97	602.76	663.04
	销售成本（百万元）	412.52	465.77	512.35	563.59
	毛利率	15.40%	15.00%	15.00%	15.00%
水泥、熟料	销售收入（百万元）	965.41	987.98	1,037.38	1,089.25
	销售成本（百万元）	793.79	820.03	861.03	904.08
	毛利率	17.78%	17.00%	17.00%	17.00%
聚乙烯醇	销售收入（百万元）	3735.44	3583.71	3942.08	4336.29
	销售成本（百万元）	2,366.04	2,508.59	2,759.45	3,035.40
	毛利率	36.66%	30.00%	30.00%	30.00%
聚酯切片	销售收入（百万元）	495.82	611.46	733.76	880.51
	销售成本（百万元）	460.82	568.66	682.39	818.87
	毛利率	7.06%	7.00%	7.00%	7.00%
其他	销售收入（百万元）	2133.28	2453.27	2575.93	2704.73
	销售成本（百万元）	1834.72	2036.26	2138.08	2244.98
	毛利率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
合计	销售收入（百万元）	9942.00	10279.38	11264.55	12365.49
	销售成本（百万元）	7429.38	8003.19	8770.04	9628.29
	毛利率	25.27%	22.14%	22.14%	22.14%

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
002206.SZ	海利得	5.75	0.31	0.49	0.60	18	12	10	1.65
002876.SZ	三利谱	42.92	1.51	2.47	3.62	28	17	12	2.82
	<b>平均值</b>					23	14	11	

资料来源：wind，海通证券研究所，股价为 2023 年 3 月 23 日收盘价，每股收益均为 wind 一致预期（原可比公司道恩股份无 2023 年 wind 一致预测，故删除）

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>9942</b>	<b>10279</b>	<b>11265</b>	<b>12365</b>
每股收益	0.63	0.53	0.57	0.64	营业成本	7429	8003	8770	9628
每股净资产	3.59	4.11	4.69	5.32	毛利率%	25.3%	22.1%	22.1%	22.1%
每股经营现金流	1.06	0.47	0.86	0.48	营业税金及附加	86	84	95	103
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	41	46	48	54
P/E	10.36	12.49	11.46	10.33	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.83	1.60	1.40	1.23	管理费用	332	375	393	441
P/S	1.43	1.38	1.26	1.15	管理费用率%	3.3%	3.6%	3.5%	3.6%
EV/EBITDA	6.10	8.87	7.35	6.29	EBIT	1551	1324	1431	1581
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-2	8	12	10
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	25.3%	22.1%	22.1%	22.1%	资产减值损失	-2	-8	-2	-5
净利润率	13.8%	11.0%	11.0%	11.1%	投资收益	8	27	19	27
净资产收益率	17.7%	12.8%	12.2%	11.9%	<b>营业利润</b>	<b>1586</b>	<b>1339</b>	<b>1447</b>	<b>1600</b>
资产回报率	10.3%	7.6%	7.6%	7.6%	营业外收支	-71	-71	-71	-71
投资回报率	13.3%	10.2%	9.9%	9.8%	<b>利润总额</b>	<b>1516</b>	<b>1268</b>	<b>1376</b>	<b>1529</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1991	1474	1568	1723
营业收入增长率	21.3%	3.4%	9.6%	9.8%	所得税	156	138	146	164
EBIT 增长率	18.6%	-14.6%	8.1%	10.5%	有效所得税率%	10.3%	10.9%	10.6%	10.8%
净利润增长率	37.1%	-17.1%	9.0%	10.9%	少数股东损益	-9	-6	-8	-8
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1369</b>	<b>1135</b>	<b>1238</b>	<b>1373</b>
资产负债率	41.2%	40.0%	37.7%	36.6%					
流动比率	1.23	1.39	1.59	1.74	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.97	1.10	1.31	1.45	货币资金	3136	3774	5433	6186
现金比率	0.65	0.71	0.99	1.03	应收账款及应收票据	1385	1886	1623	2270
<b>经营效率指标</b>					存货	888	1049	1041	1256
应收账款周转天数	17.17	15.35	16.26	15.81	其它流动资产	537	674	628	752
存货周转天数	45.20	44.70	44.95	44.82	流动资产合计	5946	7383	8725	10464
总资产周转率	0.79	0.73	0.72	0.72	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.44	2.34	2.41	2.52	固定资产	4258	4543	4799	5032
					在建工程	1135	1065	907	832
					无形资产	446	446	459	466
					非流动资产合计	7299	7476	7560	7691
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>13245</b>	<b>14859</b>	<b>16285</b>	<b>18156</b>
净利润	1369	1135	1238	1373	短期借款	2060	2084	2196	2263
少数股东损益	-9	-6	-8	-8	应付票据及应付账款	1797	2126	2194	2537
非现金支出	446	159	139	147	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	33	125	130	128	其它流动负债	968	1099	1115	1210
营运资金变动	452	-388	350	-598	流动负债合计	4824	5308	5504	6010
<b>经营活动现金流</b>	<b>2291</b>	<b>1025</b>	<b>1849</b>	<b>1042</b>	长期借款	130	130	130	130
资产	-833	-347	-229	-287	其它长期负债	503	503	503	503
投资	-998	-5	-5	-5	非流动负债合计	633	633	633	633
其他	92	27	19	27	<b>负债总计</b>	<b>5458</b>	<b>5941</b>	<b>6137</b>	<b>6643</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1738</b>	<b>-325</b>	<b>-214</b>	<b>-265</b>	实收资本	2159	2159	2159	2159
债权募资	29	24	112	68	归属于母公司所有者权益	7747	8883	10121	11493
股权募资	199	0	0	0	少数股东权益	41	34	27	19
其他	-604	-85	-88	-92	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>13245</b>	<b>14859</b>	<b>16285</b>	<b>18156</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-377</b>	<b>-62</b>	<b>24</b>	<b>-24</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>180</b>	<b>638</b>	<b>1659</b>	<b>753</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

刘威 基础化工行业  
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。