

评级：买入（首次）

市场价格：7.12

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

分析师：王鹏

执业证书编号：S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,054	8,103	9,826	10,666	11,500
增长率 yoy%	11%	15%	21%	9%	8%
净利润 (百万元)	611	982	1,852	1,971	2,158
增长率 yoy%	59%	61%	89%	6%	9%
每股收益 (元)	0.28	0.45	0.86	0.91	1.00
每股现金流量	0.56	0.70	2.28	0.48	1.78
净资产收益率	11%	15%	26%	22%	20%
P/E	25.2	15.7	8.3	7.8	7.1
P/B	2.7	2.4	2.1	1.7	1.5

备注：股价取自 2023/2/23

基本状况

总股本(百万股)	2,159
流通股本(百万股)	1,926
市价(元)	7.12
市值(百万元)	15,374
流通市值(百万元)	13,712

股价与行业-市场走势对比

相关报告
报告摘要

■ **源于安徽、布局全国的全球 PVA 龙头。**公司于 1996 年成立，1997 年在上海证券交易所上市。历经数十年发展，公司已成为国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的聚乙烯醇（PVA）系列产品生产商，在安徽、内蒙、广西、浙江布局四个产地，拥有化工、化纤、新材料、建材四大系列 40 多个产品。主要产品包括 PVA、高强高模 PVA 纤维、PVA 水溶纤维、PVB 树脂、PVB 胶片、PVA 光学薄膜、醋酸乙烯、VAE 乳液、可再分散性胶粉、聚酯切片、醋酸甲酯、利用电石渣生产的水泥熟料及环保水泥，以及其他 PVA 相关的产品等。公司 PVA 的产销量和市场占有率约占国内市场的 35%，生产能力位居全国第一、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 60% 以上，国际市场占有率为 45% 左右；其他产品如水泥、熟料、可再分散性胶粉、PVB 树脂也都具有一定的品牌影响力。

■ **生产环保化、产品高附加值化是 PVA 行业的发展方向，皖维高新具备先发优势。PVA 供需格局向好，未来乙烯法或更具优势。**PVA 是一种多羟基的水溶性聚合物，具有优异的粘接性、成膜性、可降解性，被广泛应用于维尼纶纤维、建筑汽车玻璃粘接、3D 打印等领域。目前全球产能达 184.9 万吨，其中国内产能 109.6 万吨，公司 PVA 产能 31 万吨为全球最大。电石乙炔法和乙烯法作为 PVA 生产的两种工艺，由于电石新增产能受限和落后产能逐渐淘汰，乙烯法竞争力或逐渐增强。展望未来，PVA 新增供给有限，新场景仍在诞生新需求，在电石受限或导致的成本支撑下，PVA 有望进一步集中于具备综合一体化优势的领先企业，行业格局向好。

PVA 光学膜是液晶显示关键部件偏光片的核心，壁垒高需求好。液晶显示器的成像必须依靠偏振光，而 PVA 光学薄膜是在偏光片发挥偏振作用的核心光学材料，成本占比 16%。中国作为液晶显示器的生产和消费大国，根据中国化信中心预测，国内 PVA 膜消费量或将以年均 10% 的速度增长，2025 年将达到 1.72 亿平方米。但光学级 PVA 膜生产技术壁垒较高，全球基本被日本可乐丽和合成化学两家公司垄断。公司作为中国大陆唯一一家具备 PVA 光学膜产能的企业，目前建成 PVA 光学膜产能 1200 万平米，偏光片 700 万平米，有望逐步实现进口替代。

■ **全资收购皖维丽盛后，向国际 PVB 膜巨头发起冲击。**PVB 中间膜是 PVA 下游中具备高技术门槛的新材料，因其对玻璃有很好的粘接力，且具有透明、耐热、耐寒等特性，主要用于加工生产 PVB 夹层玻璃。根据不同应用场景对性能指标的要求，PVA 中间膜又分为建筑玻璃级、汽车玻璃级和功能膜级（包括隔音膜、隔热膜、光伏膜等），国内目前已可实现中低端建筑级自主生产，但汽车级、光伏级等较高端的产品仍被日本可乐丽、积水化学等国际巨头所垄断。公司通过全资收购 PVB 中间膜领先企业皖维丽盛，实现了 PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜的完整产业链，同时有望凭借自身高性能 PVB 树脂生产技术能够加速皖维丽盛高端产品的研发过程。

■ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 18.52

亿元、19.71 亿元和 21.58 亿元，EPS 分别为 0.86 元/股、0.91 元/股和 1 元/股，对应 PE 分别为 8.3 倍、7.8 倍和 7.1 倍。我们选取上海石化、东材科技、三利谱作为可比公司，可比公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 28 倍、25 倍和 18 倍。与可比公司相比，公司存在低估。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**产能投放不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；研发进度不及进度的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

1 皖维高新：源于安徽、布局全国的全球 PVA 龙头	- 6 -
1.1 以 PVA 为核心打造全产业链产品	- 6 -
1.2 安徽省国资委实际控制，子公司根据产业链设立分工明确	- 9 -
1.3 产能增长、产品结构优化助力业绩增长	- 10 -
2 工艺环保化、产品高附加值和差异化是 PVA 的发展方向	- 13 -
2.1 PVA 供需格局向好，更为环保的乙烯法是发展趋势	- 15 -
2.2 以 PVA 光学薄膜为代表的特种 PVA 迅速崛起	- 18 -
3 全资收购皖维丽盛向 PVB 中间膜垄断巨头发起冲击	- 21 -
4 盈利预测及估值	- 25 -
5 风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程	- 6 -
图表 2: 公司主要产业链流程图	- 7 -
图表 3: 公司依托 PVA 产业链打造的四大类产品	- 8 -
图表 4: 安徽省国资委是实际控制人 (截至 2022 年三季度)	- 9 -
图表 5: 围绕 PVA 产业链布局全国四个产地	- 10 -
图表 6: 公司营业收入快速增长	- 10 -
图表 7: 公司业绩快速增长	- 10 -
图表 8: 不同产品的营收 (亿元)	- 11 -
图表 9: 产品综合毛利率提升较快 (%)	- 11 -
图表 10: 近年净资产收益率提升明显	- 11 -
图表 11: 销售毛利率与净利率明显提升	- 12 -
图表 12: 研发投入增长迅速	- 12 -
图表 13: PVA 是一种水溶性高分子聚合物	- 13 -
图表 14: PVA 分子内富含羟基	- 13 -
图表 15: 公司 PVA 产能全球第一 (2022)	- 14 -
图表 16: 全球 PVA 消费结构 (2021)	- 15 -
图表 17: 中国 PVA 消费结构 (2021)	- 15 -
图表 18: PVA 生产工艺主要包括电石乙炔法和乙烯法两种	- 15 -
图表 19: 电石管控政策频出	- 16 -
图表 20: 近年电石有效产能下滑	- 16 -
图表 21: 电石价格出现波动	- 16 -
图表 22: 广西皖维生物质实现生物法乙烯制备 PVA	- 17 -
图表 23: 新建 6 万吨乙烯法 PVA 装置	- 17 -
图表 24: 自年初 PVA 价格有所反弹	- 18 -
图表 25: PVA 位于偏光片产业链上游	- 18 -
图表 26: PVA 光学薄膜是偏光片的核心功能材料	- 19 -
图表 27: 全球偏光片出货量及预测	- 19 -
图表 28: 中国光学级 PVA 膜消费量	- 19 -
图表 29: PVB 中间膜由 PVB 树脂加工而来	- 21 -
图表 30: PVB 中间膜根据不同应用划分等级	- 22 -
图表 31: 全球 PVB 消费结构 (2021)	- 22 -
图表 32: 中国 PVB 消费结构 (2021)	- 22 -
图表 33: PVB 膜产能分布	- 23 -

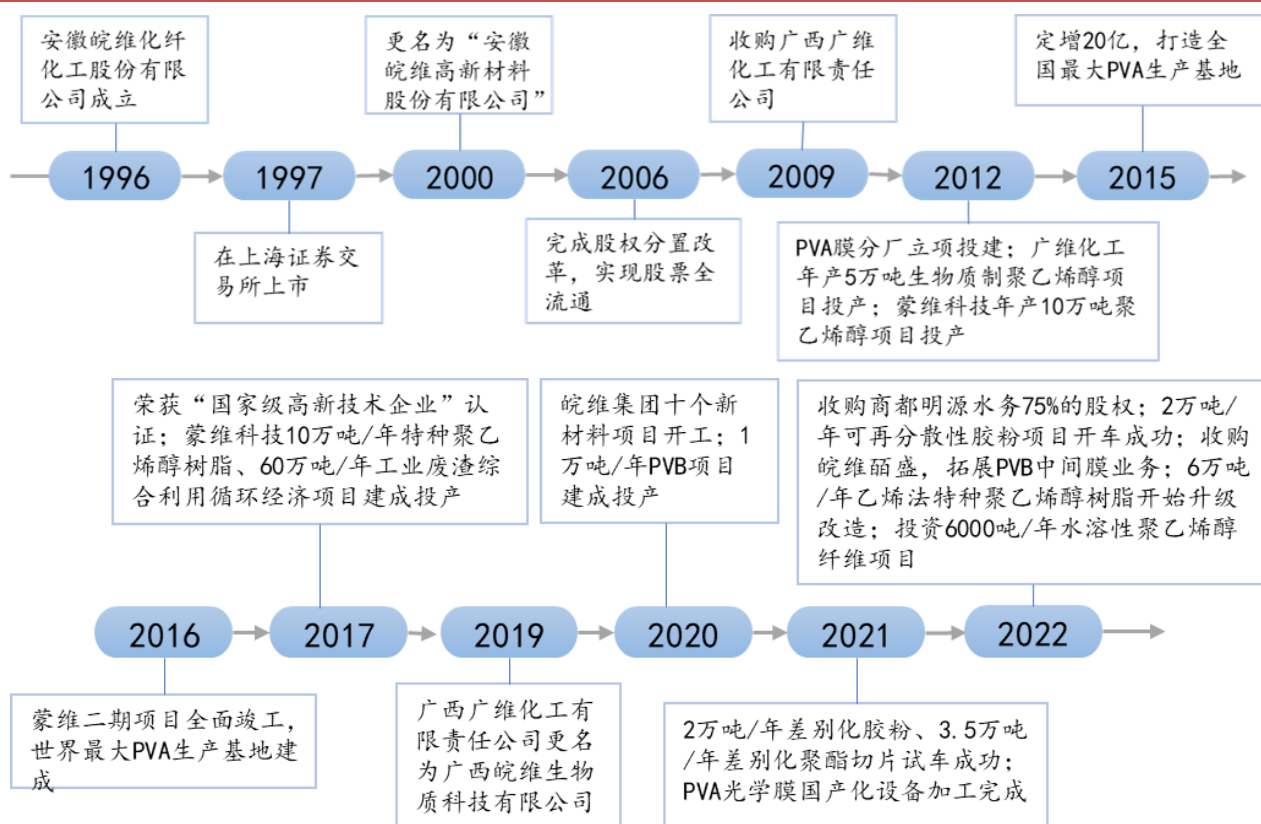
图表 34: 皖维丽盛的建筑级 PVB 胶片质量.....	- 23 -
图表 35: 皖维丽盛的汽车级 PVB 胶片质量.....	- 23 -
图表 36: 皖维丽盛具有 2 万吨 PVB 中间膜产能.....	- 24 -
图表 37: 主营业务拆分.....	- 25 -
图表 38: 可比公司估值.....	- 26 -
图表 39: 盈利预测.....	- 27 -

1 皖维高新：源于安徽、布局全国的全球 PVA 龙头

1.1 以 PVA 为核心打造全产业链产品

历经近三十年发展，成就全球 PVA 龙头。公司前身“安徽皖维化纤化工股份有限公司”在 1996 年由原安徽省维尼纶厂（受安徽省国资委管辖的皖维集团公司前身）独家募集发起设立，1997 年 5 月在上海证券交易所上市，股票代码为 600063。2000 年公司更名为“安徽皖维高新材料股份有限公司”。经过近三十年的发展，公司已成为国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的聚乙烯醇（PVA）系列产品生产商，形成了以 PVA 为核心、以高端功能膜材料为引领的五大产业链，包括化工、化纤、新材料、建材在内四大系列 40 多个产品。主要产品包括 PVA、高强高模 PVA 纤维、PVA 水溶纤维、PVB 树脂、PVB 胶片、PVA 光学薄膜、醋酸乙烯、VAE 乳液、可再分散性胶粉、聚酯切片、醋酸甲酯、利用电石渣生产的水泥熟料及环保水泥，以及其他 PVA 相关的产品等。公司 PVA 的产销量和市场占有率约占国内市场的 35%，生产能力位居全国第一、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 60%以上，国际市场占有率为 45%左右；其他产品如水泥、熟料、可再分散性胶粉、PVB 树脂都成为了同行业的知名品牌产品。

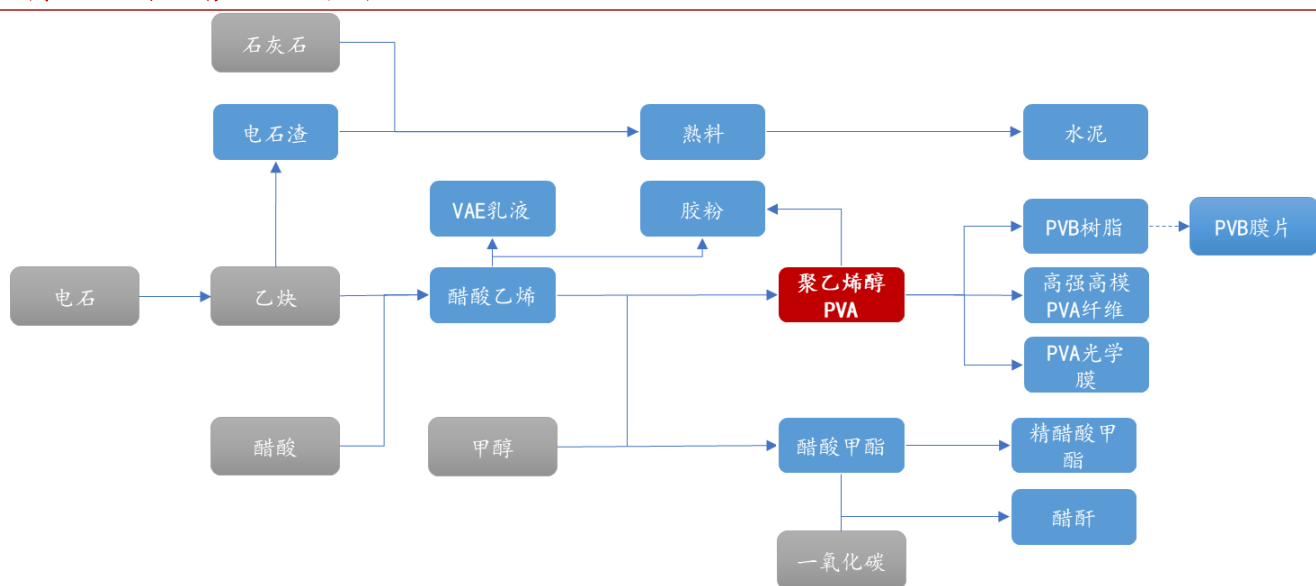
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、立鼎产业研究网、中泰证券研究所

公司实现从电石或废糖蜜到 PVA 到高附加值产品全产业链布局。目前公司主要采用电石乙炔法生产 PVA，工艺流程为：电石→乙炔+醋酸→醋酸乙烯+甲醇→PVA→（PVA 高强高模纤维、PVA 水溶性纤维、PVB 树脂、PVA 光学膜、可再分散乳胶粉等新材料）。生产乙炔的电石渣则被用于生产水泥熟料，醇解母液则可用于回收醋酸甲酯，后续可精炼为精醋酸甲酯。

图表 2: 公司主要产业链流程图



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

基于“延伸产业链、拓展产业面”的发展思路，公司已陆续形成化工、化纤、新材料、建材四大系列丰富产品。公司立足 PVA 产业链、做大做强主业，形成电石—PVA—PVA 纤维、膜用 PVA—PVA 光学薄膜、PVA—PVB—PVB 胶片、废糖蜜—酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAE—可再分散乳胶粉等五大产业链 40 余种产品。近年，公司在保持常规 PVA 产品的行业优势地位的同时，将发展重心转移到生产高附加值差异化产品方向，如功能型 PVA 及高性能 PVA 纤维、功能性差别化聚酯、高端 PVB 树脂，汽车级 PVB 胶片、高性能 PVA 光学薄膜、偏光片、高端 VAE 乳液等产品。

图表 3: 公司依托 PVA 产业链打造的四大类产品

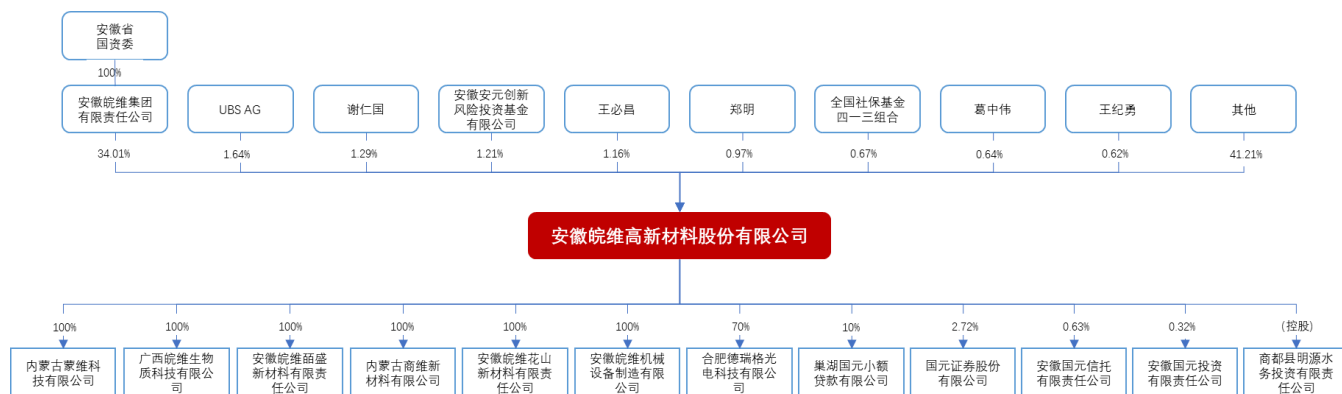
分类	主要产品	基本情况	主要应用	生产情况
化工产品	PVA (聚乙烯醇)	由醋酸乙烯 (VAC) 经聚合、醇解制成, 具有较好的粘接性、成膜性、耐油性、胶体保护性、无污染、可降解特性。	传统用于合成维尼纶纤维及用于粘合剂、纺织浆料等方面, 近年汽车、建筑用安全玻璃需求快速上升。	公司具有31万吨PVA产能, 在建6万吨特种PVA。2022H1公司产量11.59万吨, 其中新品种72.34%。
	VAE乳液 ((乙酸乙烯酯/乙烯共聚乳液))	以乙酸乙烯酯单体和乙烯单体为原料聚合合成。具有永久性柔软、耐水、耐候、耐低温、粘合速度快、粘合强度高、使用安全无毒等优点。	用于胶黏剂、外墙外保温、建筑防水、涂料以及各种极性与非极性材料的通用粘接。	生产企业主要有美国空气产品、美国塞拉尼斯、台湾大连化学、美国里奇霍德、瓦克化学 (韩国)、北京有机化工厂、皖维高新、四川川维, 总产能达 214 万吨/年。公司 (广西皖维) VAE乳液产能6万吨, 2022H1产量 4.40万吨。另本部6万吨VAE乳液项目正在进行设备安装。
化纤产品	高强高模PVA纤维	具有良好的力学性能、生物相容性和无毒性, 与水的亲和性较好。	是替代工业石棉 (会引发肺病) 的理想材料, 用于水泥、陶瓷建筑材料的增强。	2021 年全球需求量约 8 万吨, 其中88%用于建材领域替代石棉, 少量用于混凝土行业。公司产能3.5万吨, 2022H1公司产量1.06万吨。
新材料产品	PVB (聚乙烯醇缩丁醛) 树脂	聚乙烯醇和正丁醛进行缩合反应而成, 具有高度的透明性、良好的耐寒性、耐水性、成膜性和抗冲击性能。	用于汽车以及建筑业的夹层安全玻璃, 以吸收冲击能, 且可隔音、抗紫外线。	约 80%以上用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃, 14%用在光伏材料中, 其余用于胶水、染料等材料中。供给端, 80%市场份额被美国首诺、日本积水、美国杜邦和日本可乐丽占据, 四家企业垄断高端应用。公司产能2万吨, 2022H1产量 0.83 万吨。
	可再分散乳胶粉	具有高柔韧性、高耐候性和对各种基材的高粘接力, 是干混砂浆中重要的添加剂。	用于外墙保温、瓷砖粘结、界面处理、粘结石膏、粉刷石膏、建筑内外墙腻子、装饰砂浆等建筑领域。	目前国内可再分散乳胶粉产能达到 15 万吨, 需求量约 10 万吨。随着预拌干混砂浆技术的推广, 及对建筑砂浆在工地现场搅拌的限制, 应用或进一步发展。公司 (皖维花山) 产能4万吨, 2022H1产量 2.01 万吨。
	PVA光学薄膜	以聚乙烯醇为原料, 经溶解、挤出、涂布、干燥后成膜。具有良好的力学、光学性能。	是液晶显示关键材料偏光片的核心膜材。	全球仅四家生产, 市场份额中可乐丽占70%以上, 且可乐丽垄断了膜用 PVA 原料; 合成化学占20%左右; 皖维高新、台湾长春占不足 1%, 且面向中低端市场。2022年10月公司700万平方米产能投产, 总产能达1200万平方米。2022H1产量100.06万平方米。
	偏光片	液晶显示器的成像必须依靠偏振光。偏光片结构包括最中间的PVA、两层TAC、压敏胶、离型膜、保护膜。	主要用在液晶显示面板上。	主要生产商有日本电工、住友化学、三立、PALANOTEC、LG化学、力特等。我国偏光片研发技术落后, 产能大部分被日韩企业占据。2022年10月公司 (德瑞格) 700 万平方米偏光片项目投产。
新型建材产品	水泥、熟料	利用PVA生产过程中产生的工业废渣制成。	建筑建材。	公司具有年产300多万吨水泥及熟料能力。

资料来源: 公司官网、公司公告、中泰证券研究所

1.2 安徽省国资委实际控制，子公司根据产业链设立分工明确

公司股东为皖维集团，实控人为安徽省国资委。公司股权结构清晰，第一大控股股东为安徽皖维集团有限责任公司(安徽省国资委 100%控股)，持股比例为 30.74%，其余股东持股比例均不超过 2%。

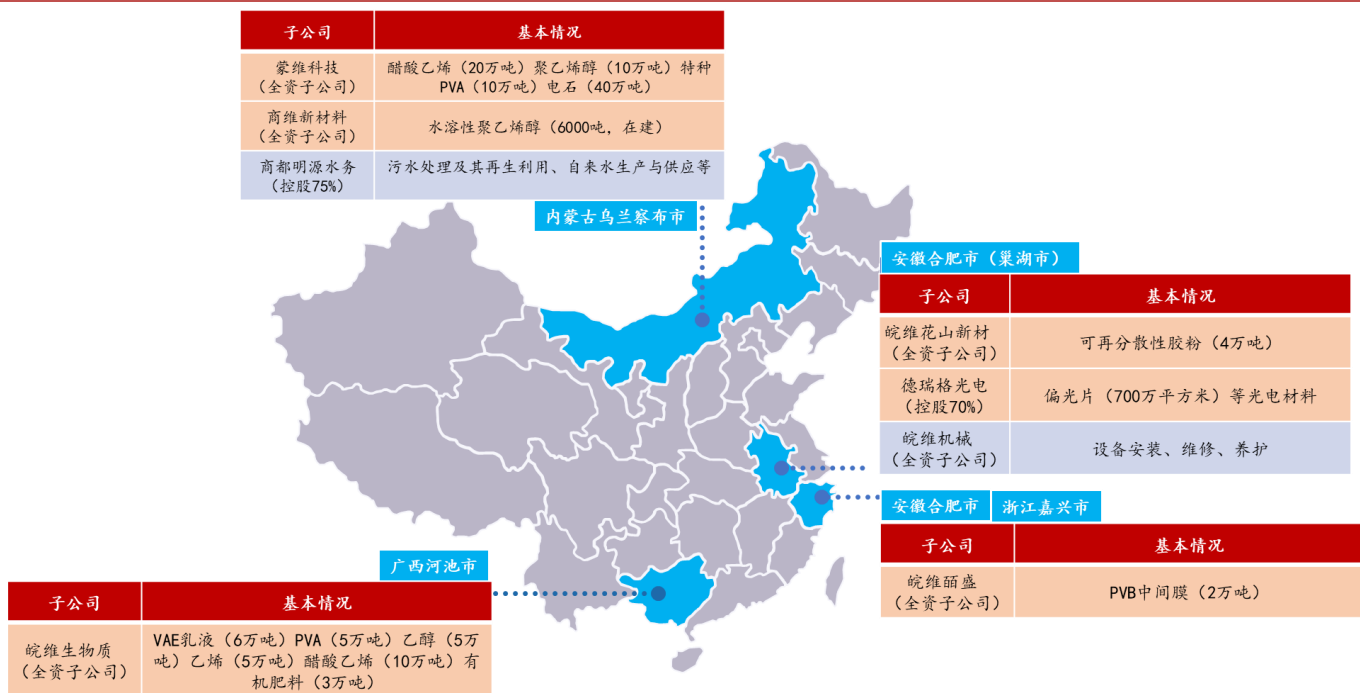
图表 4:安徽省国资委是实际控制人(截至 2022 年三季报)



资料来源: Wind、天眼查、中泰证券研究所

公司在安徽、内蒙古、广西、浙江四个生产基地布局多家子公司。内蒙古蒙维科技位于乌兰察布市察右后旗，依托电石产地的资源优势，建成 PVA 产能 20 万吨。安徽皖维花山新材聚焦于可再分散性胶粉，产能 4 万吨，位于国内前列。70%控股公司德瑞格光电主要从事偏光片等光电材料的生产，建成有 700 万平方米偏光片。在广西河池市宜州区布局的广西皖维生物质科技公司，实现了从甘蔗糖蜜到酒精到乙烯到 PVA 的生物质化工循环经济生产路线，建成 5 万吨 PVA 产能。2022 年公司全资收购皖维砾盛，收获 2 万吨 PVB 中间膜产能。同年于乌兰察布市商都县成立商维新材料，建设 6000 吨水溶性 PVA。

图表 5: 围绕 PVA 产业链布局全国四个产地

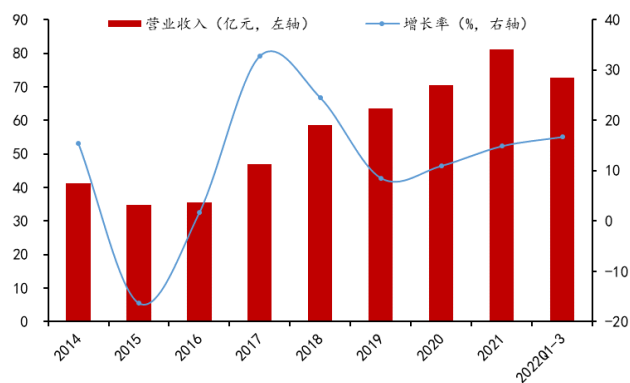


资料来源: 公司公告、公司官网、中泰证券研究所

1.3 产能增长、产品结构优化助力业绩增长

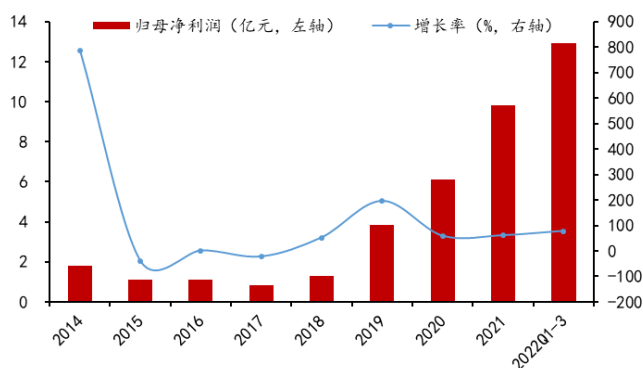
产能释放、产品结构推动公司业绩快速增长。公司持续拓展业务, 营收规模持续上升, 2014-2021 年公司营收复合增速达 10%, 归母净利润复合增速达 27%。2021 年营收达到 81 亿元, 同比+15%, 归母净利润为 9.8 亿元, 同比+61%。2022Q1-3 营收为 73 亿元, 同比+17%, 公司归母净利润为 13 亿元, 同比+78%。增长主要因为是主产品聚乙烯醇、醋酸乙烯、聚酯切片、可分散性胶粉销售量增加及价格上涨所致。

图表 6: 公司营业收入快速增长



资料来源: Wind、中泰证券研究所

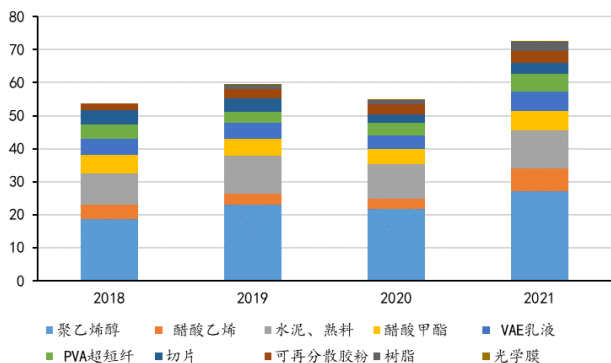
图表 7: 公司业绩快速增长



资料来源: Wind、中泰证券研究所

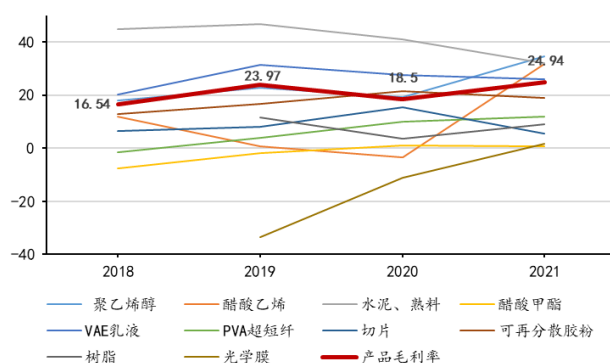
产业链优势巩固，公司各项财务数据明显提升。近年随着产品种类丰富和产能全面增加，公司营收明显提升。受益于产业链优势逐渐凸显，公司各产品毛利率基本保持稳中有升趋势，体现到综合毛利率也较历史年份有提升。资产负债率保持在健康水平，ROE 逐年增长至 16% 左右。

图表 8: 不同产品的营收 (亿元)



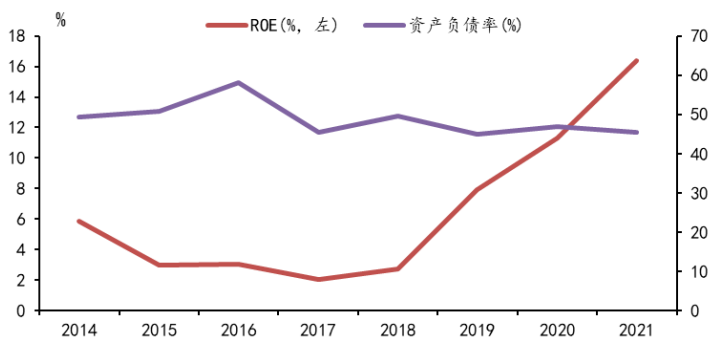
资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 产品综合毛利率提升较快 (%)



资料来源: Wind、中泰证券研究所

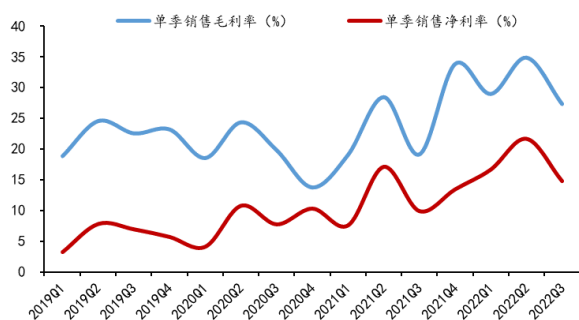
图表 10: 近年净资产收益率提升明显



资料来源: Wind、中泰证券研究所

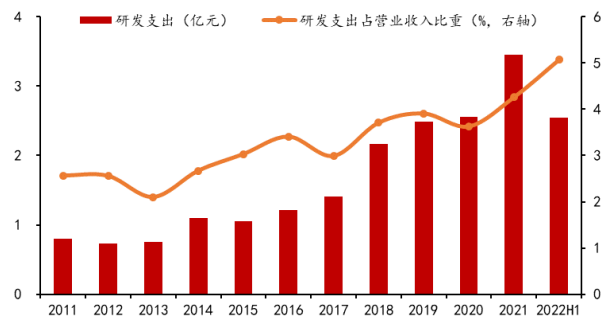
销售毛利率和净利率稳步提升，研发投入增长迅速。受益产业链优势和产品结构优化，近四年的毛利率和净利率稳步提升至 25% 和 15% 左右。公司非常重视研发，2022H1 研发投入占营收占比达到约 5%。

图表 11: 销售毛利率与净利率明显提升



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 12: 研发投入增长迅速



资料来源: Wind、中泰证券研究所

2 工艺环保化、产品高附加值和差异化是 PVA 的发展方向

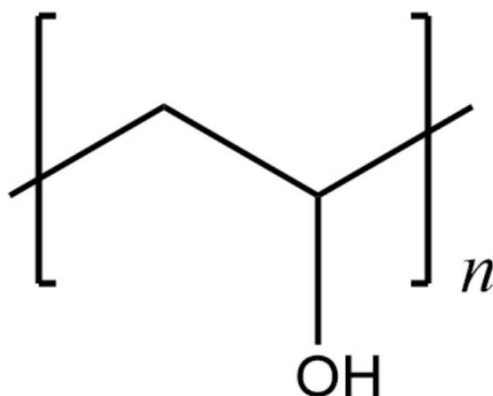
聚乙烯醇 (PVA) 是由醋酸乙烯经聚合反应、醇解而制成, 是一种白色、稳定、无毒的水溶性高分子聚合物, 粉末状、片状或絮状固体。聚乙烯醇含有许多醇基, 具有极性, 且可与水形成氢键, 故能溶于极性的水; 也可溶于热的含羟基溶剂如甘油、苯酚等, 不溶于甲醇、苯、丙酮、汽油等一般有机溶剂。

图表 13: PVA 是一种水溶性高分子聚合物



资料来源: 百度、中泰证券研究所

图表 14: PVA 分子内富含羟基



资料来源: 百度、中泰证券研究所

PVA 自 20 世纪 20 年代发明以来, 市场应用历经波折。1924 年德国赫尔曼等人发明聚乙烯醇纤维, 1940 年日本樱田一郎和朝鲜人李升基等人对聚乙烯醇纤维进行缩醛化促使维纶纤维开始在民用服装领域得到广泛应用。但是之后随着其他合成纤维的开发和大规模生产、成本下降, 使得工艺路线较长、成本较高的 PVA 纤维在竞争中败下阵来。20 世纪 70 年代以来, PVA 纤维的应用逐渐转向工农业、渔业、医用等方面, 由于 PVA 独特的水溶性、无毒无害环保及低透过性等, 以及新应用场景对高性能及功能 PVA 纤维的需求增加, PVA 再次焕发生机。

根据公司 2022 年半年报里中国化学纤维工业协会统计, 2022 年全球 PVA 产能达 184.9 万吨, 其中国内产能 109.6 万吨, 国外产能 75.3 万吨。公司 PVA 产能 31 万吨为全球最大。经过多年竞争, 国内 PVA 产业集中度进一步提升, PVA 产能逐步向生产规模大、市场占有率高、研发能力强、技术先进、产业链长、成本低、效益好的优势企业集中。

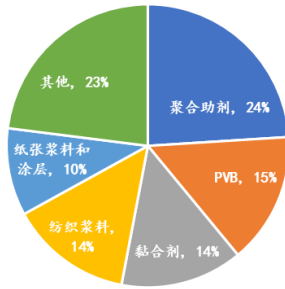
图表 15: 公司 PVA 产能全球第一 (2022)

企业	产能 (万吨)	工艺路线
皖维高新	31	电石乙炔法 (蒙维、本部)、生物乙烯法 (广西)
日本可乐丽	25.8	乙烯法
重庆川维	16	天然气乙炔法
日本积水化学	15	乙烯法
宁夏大地	13	电石乙炔法
内蒙双欣	13	电石乙炔法
台湾长春集团 (江苏)	12	乙烯法
长城能化 (宁夏)	10	电石乙炔法
湖南湘维	10	电石乙炔法
日本合成化学	7	乙烯法
日本尤尼吉卡	7	乙烯法
美国杜邦	6.5	乙烯法
上海石化	4.6	乙烯法
其他	14	—

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

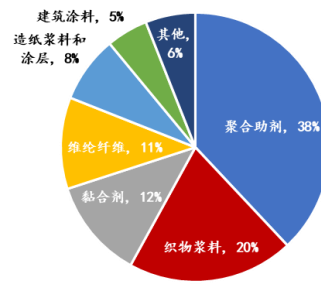
PVA 在国内外的消费结构有所不同, 与产业链成熟度相关。全球 PVA 下游主要消费结构主要是聚合助剂 (24%)、PVB(15%)、黏合剂 (14%)、织物浆料 (14%)、纸浆和涂层 (10%)、维纶等其他 (23%)。中国 PVA 消费结构中聚合助剂 (38%)、织物浆料 (20%)、黏合剂 (12%)、维纶纤维 (11%)、纸浆和涂层 (8%)、建筑涂料 (5%)。PVB 及高端 PVA 膜/纤维在国外作为 PVA 的下游应用远高于国内, 主要原因是欧美日等发达国家的 PVB 膜产业链技术更为先进, 且 PVB、PVA 薄膜等高端材料核心技术掌握在相关国际巨头手中, 其对 PVB 用 PVA 产品生产经验丰富, 而我国在这些方面的应用起步较晚, 发展较为落后。

图表 16: 全球 PVA 消费结构 (2021)



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 17: 中国 PVA 消费结构 (2021)

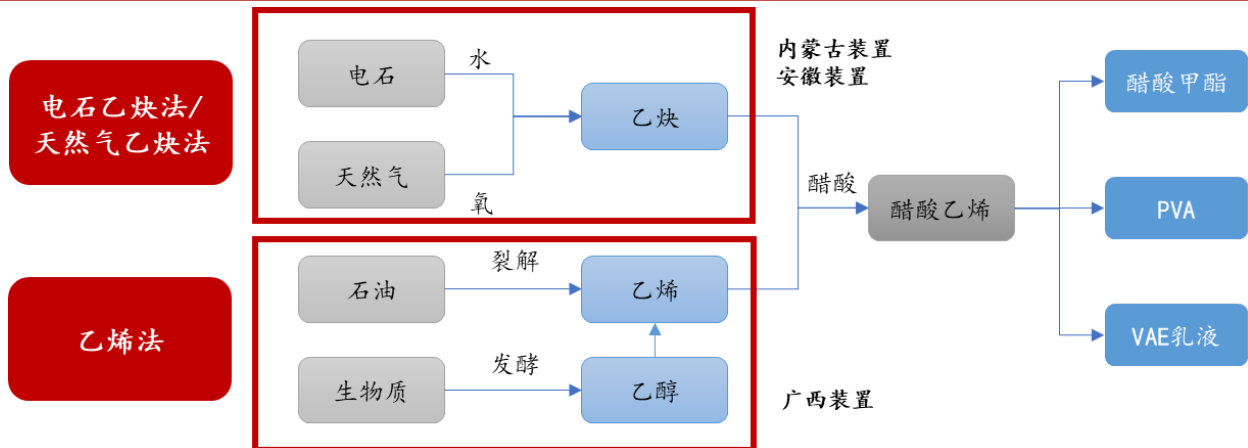


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

2.1 PVA 供需格局向好, 更为环保的乙烯法是发展趋势

PVA 的生产工艺主要包括两种, 一种是乙炔法, 一种是乙烯法。根据乙炔来源于电石或是天然气, 又可以进一步细分为电石乙炔法和天然气乙炔法。由于我国内蒙、新疆、宁夏等地电石资源较为丰富, 目前我国的电石乙炔法 PVA 占到主流。

图表 18: PVA 生产工艺主要包括电石乙炔法和乙烯法两种



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

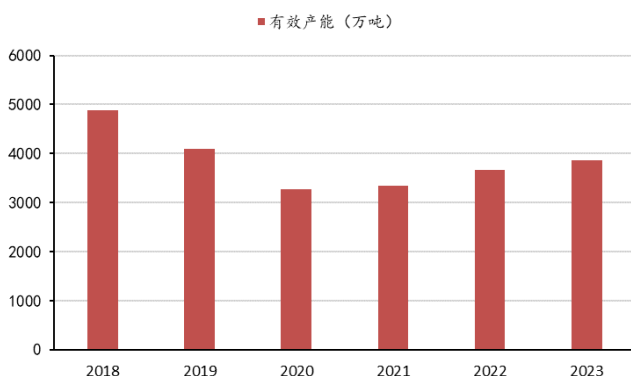
近年, 针对电石的管控政策层出不穷。特别是“双碳”政策之后, 各省对电石落后产能的退出和新增产能的限制更为明确、严格。在政策约束下, 电石有效产能已经出现明显下滑, 供需矛盾激化下电石价格也出现了明显波动。对于采用电石乙炔法的生产企业来说, 生产成本的高企及不可控已经成为不容忽视的问题, PVA 产能新增有限, 供需格局有望向好。

图表 19: 电石管控政策频出

时间	政策及内容
202110	国务院发改委《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025年）》“推动30万吨/年及以下乙烯、10万吨/年及以下电石装置加快退出”。
202204	工业和信息化部等六部门《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》“严控炼油、磷铵、电石、黄磷等行业新增产能”。
202209	内蒙古工信厅《关于加快淘汰落后和化解过剩产能落实能耗双控目标任务的通知》“至2023年，钢铁、铁合金、电石、焦炭、石墨电极行业限制类产能全部有序退出”。
202302	《江苏省工业领域及重点行业碳达峰实施方案》“严格管控氮肥、磷肥、电石、烧碱、纯碱、黄磷等新增产能”。

资料来源：政府网站、中泰证券研究所

图表 20: 近年电石有效产能下滑



资料来源：百川盈孚、中泰证券研究所

图表 21: 电石价格出现波动



资料来源：百川盈孚、中泰证券研究所

公司在乙烯法 PVA 产能上布局较早。2009 年公司全资收购广西皖维生物质科技有限公司（原名“广西广维化工股份有限公司”）。2012 年 10 月 23 日，年产 5 万吨生物质制聚乙烯醇项目一次开车成功，并生产出合格的聚乙烯醇产品。项目依托中国最大蔗糖生产省区广西壮族自治区，使用甘蔗榨糖后的糖蜜废液进行发酵生产酒精，利用酒精生产乙烯原料，进而生产醋酸乙烯（VAC）、聚乙烯醇（PVA）、醋酸乙烯-乙烯共聚乳液（VAE）等产品。同时，过程中产生的二氧化碳尾气和浓缩液，用来生产食用二氧化碳和有机肥料。

图表 22: 广西皖维生物质实现生物法乙烯制备 PVA



资料来源：河池日报、中泰证券研究所

加快新老产能升级替换，实现高端产品发展。2022年10月21日，公司发布《关于投资建设6万吨/年乙烯法特种聚乙烯醇树脂升级改造项目的公告》，项目选址在公司本部合肥巢湖化工园区。园区内现有聚乙烯醇生产装置产能为9.2万吨/年电石法聚乙烯醇，项目对现有的聚乙烯醇生产线进行升级改造，全面提高聚乙烯醇生产线的技术装备、能效环保、本质安全、产品品质等水平，实现本部现有聚乙烯醇生产技术的更新迭代和聚乙烯醇产品高端化发展。2023年2月8日，项目正式开工。

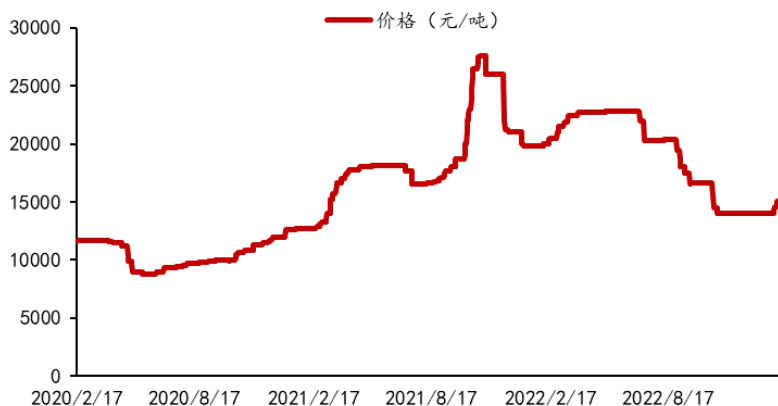
图表 23: 新建6万吨乙烯法PVA装置

项目名称	产品产能	投资额(亿元)	建设周期	其他情况
6万吨/年乙烯法特种聚乙烯醇树脂升级改造项目	6万吨/年PVA	13	3年	项目位于巢湖市凤凰山化工集中区皖维公司本部生产区域内，采用先进的技术和装备对现有的电石法聚乙烯醇生产线进行升级改造。
	9万吨精醋酸甲酯			
	18万吨醋酸乙烯			

资料来源：公司公告、可研报告、中泰证券研究所

自年初以来PVA价格有所反弹，中长期看好电石成本支撑下PVA价格向好。2020年6月份触底反弹后，在2021年受电石及醋酸乙烯价格上涨带动，PVA价格加速上行。随着国内PVA产品品质提升，2022年出口量显著提升。根据百川盈孚，2022年出口PVA占当年产量的28%，而进口PVA量则跌至近五年最低。随着双碳政策的落地，未来电石生产势必受到严格限制，成本支撑叠加集中度提升，一体化PVA生产企业或将在行业景气度进一步提升中受益。

图表 24: 自年初 PVA 价格有所反弹

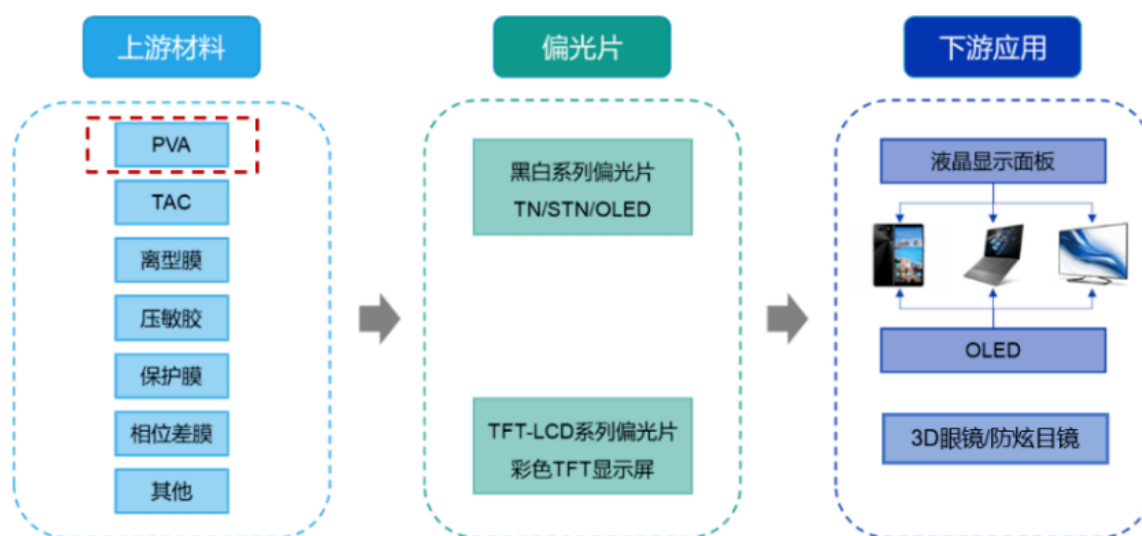


资料来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

2.2 以 PVA 光学薄膜为代表的特种 PVA 迅速崛起

PVA 光学薄膜在液晶显示中发挥核心作用。光学级 PVA 膜，全称聚乙烯醇薄膜，是偏光片的核心膜材料。目前，全球光学级 PVA 膜市场基本由日本可乐丽和合成化学两家公司垄断。随着液晶显示器生产规模的不断扩大，中国光学级 PVA 膜消费量迅速增长。但是，由于光学级 PVA 膜的技术壁垒较高，国内尚未完全突破，目前具备生产实力的企业仅有两家，90% 以上的光学级 PVA 膜仍需进口，未来国产材料替代空间巨大。

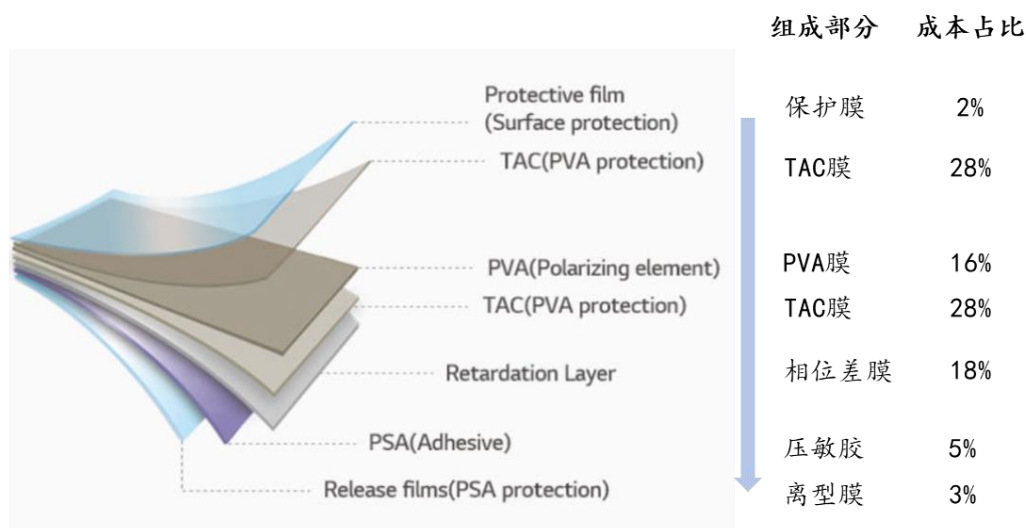
图表 25: PVA 位于偏光片产业链上游



资料来源: 中国化工信息中心、中泰证券研究所

PVA 光学薄膜在偏光片中成本占比 16%。偏光片全称偏振光片，是高分子膜材料通过加工制成具有偏振作用的光学材料，能够控制特定光束的偏振方向。偏光片由多层结构组成，上下表层分别为保护膜和离型膜，中间由 TAC 膜、PVA 膜和压敏胶组成。尽管 PVA 膜在偏光片中成本占比不高，但却是发挥偏振作用的核心膜材。

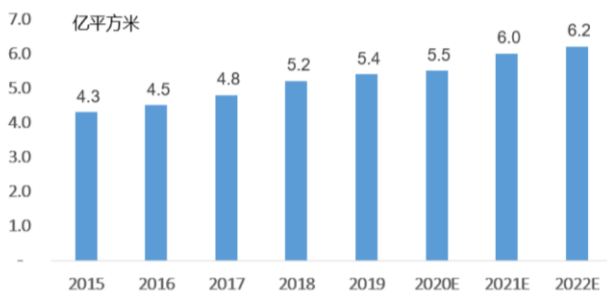
图表 26: PVA 光学薄膜是偏光片的核心功能材料



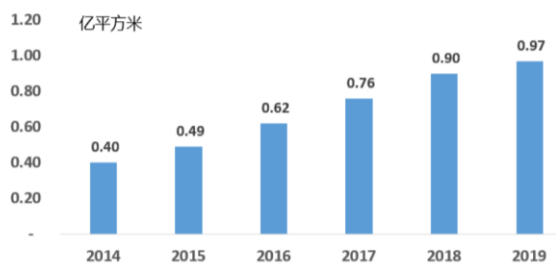
资料来源：中国化工信息中心、中泰证券研究所

液晶面板蓬勃发展带动偏光片需求快速增长,进而带动 PVA 光学膜消费量提升。随着手机、电脑、液晶电视等终端市场的增长，偏光片需求呈现增长态势。根据中国化工信息中心统计，全球偏光片出货量在 2015-2019 年的 CAGR 为 6%。除了全球消费电子终端需求的持续增长和屏幕面积的持续扩大以外，中国还受益于世界显示面板和偏光片的生产不断向中国集中，因此中国 PVA 光学膜需求快速增长，中国光学级 PVA 膜消费量在 2015-2019 年的 CAGR 为 19%。目前，中国液晶面板产能已经位居世界首位，未来随着三星、LG 陆续大规模削减液晶面板产能，根据中国化信中心预测，国内 PVA 膜消费量或将以年均 10% 的速度增长，2025 年将达到 1.72 亿平方米。

图表 27: 全球偏光片出货量及预测



图表 28: 中国光学级 PVA 膜消费量



资料来源：中国化工信息中心、中泰证券研究所

资料来源：中国化工信息中心、中泰证券研究所

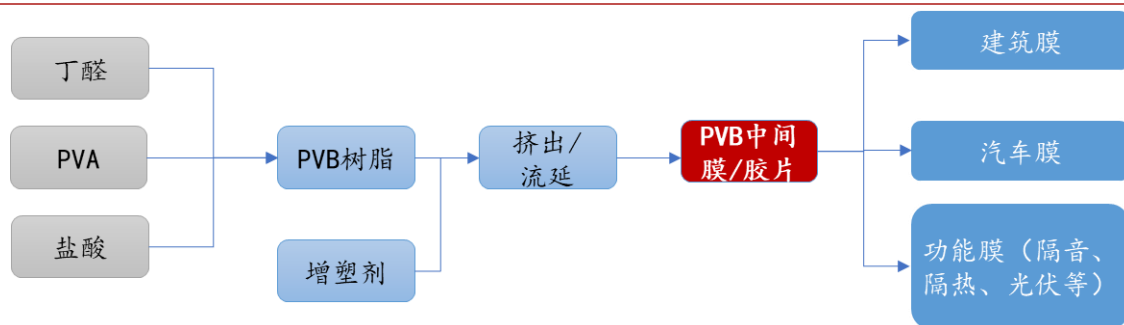
面对历史机遇，国内企业亟需打破技术壁垒，实现国产化替代。光学级 PVA 膜生产技术壁垒较高，全球基本被日本可乐丽和合成化学两家公司垄断。可乐丽作为全球高端 PVA 树脂原料的主要供应商，可以实现从高端 PVA 树脂，到偏光片用 PVA 膜，再到 PVA 膜表面处理的一体化生产。根据中国化信中心，可乐丽 PVA 光学膜总产能约 2 亿平方米/年，偏光片用 PVA 膜的供应量更是占到全球供应量的 70%。目前，国内具备 PVA 光学膜生产能力的企业仅有两家，分别为长春化工（台资企业）和皖维高新。

公司近年在 PVA 光学膜上进步显著。根据公司公告，截至 2022 年 3 月，公司已有一条年产 500 万平方米的光学薄膜生产线，严格意义上是中国大陆第一套光学薄膜生产装置。2021 年，公司生产 PVA 光学薄膜 190.06 万平米，同比+8.92%，销售 198.86 万平米，同比+19.34%，毛利率由负转正，生产效益进步明显。2020 年公司作出年产 700 万平方米光学薄膜的投资决策。新产线宽幅为 3.4 米，是国内第一套大宽幅生产线，也是中国大陆的第二条生产线。在 PVA 光学薄膜的市场应用方面，公司根据特定行业客户的需求，成功开发出 30 微米厚度的光学薄膜（常规的 PVA 光学薄膜是 95 微米），并在下游应用中获得认可。在常规品种方面，公司下游的客户主要是三利浦、圣宝莱、深圳盛波光电等偏光片的头部企业，产品已经取得下游认可。2022 年 10 月，公司年产 700 万平方米光学薄膜项目投产。同月，控股子公司德瑞格年产 700 万平方米偏光片建成投产，表明公司已经打通 PVA—PVA 光学膜—偏光片的全产业链。根据公司公告，700 万平方米的偏光片约消化 200 万平方米的光学薄膜，部分光学薄膜产品将外售。

3 全资收购皖维铂盛向 PVB 中间膜垄断巨头发起冲击

PVB 由聚乙烯醇 (PVA) 和丁醛缩合而成, 是目前已工业化生产的聚乙烯醇缩醛类产品中最主要的品种。PVB 中间膜是由 PVB 树粉, 经增塑剂三甘醇二异辛酸酯(3GO)或己二酸二正己酯(DHA)混合塑化挤出流延成型的一种高分子材料薄膜, 也称作 PVB 胶片或 PVB 薄膜。

图表 29: PVB 中间膜由 PVB 树脂加工而来



资料来源: 华经情报网、中泰证券研究所

PVB 中间膜因其对玻璃有很好的粘结力, 且具有透明、耐热、耐寒等特性, 主要用于加工生产 PVB 夹层玻璃。PVB 夹层玻璃通常由三层组成, 是在两块玻璃之间夹上一层 PVB 中间膜, 经高温高压粘结而成的特殊玻璃。PVB 夹层玻璃具有较高的强度和韧性, 抗碰撞能力强, 安全可靠, 透明度高, 隔音隔热和吸紫外线等多项特性, 广泛应用于建筑、汽车和光伏等行业。

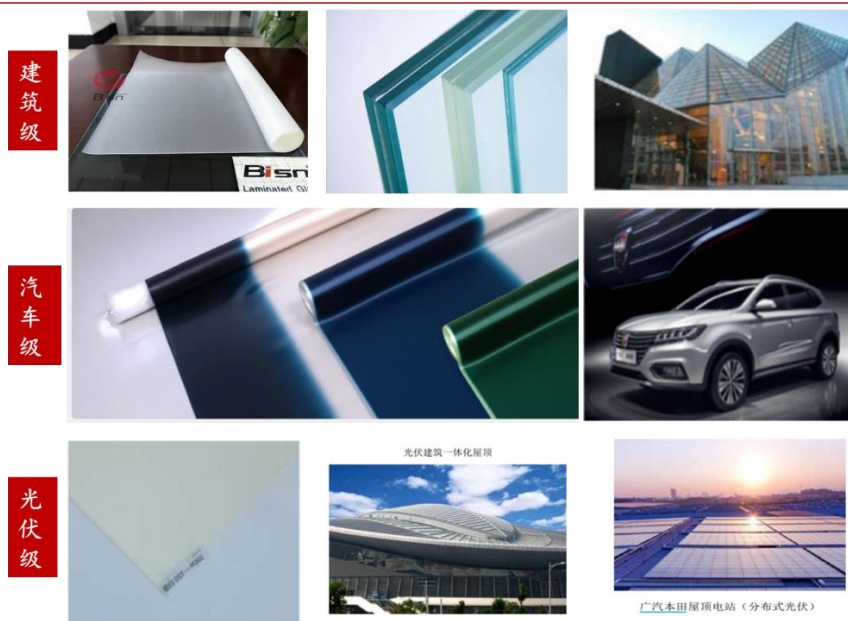
目前, 国内建筑级 PVB 中间膜已完全能够替代国外中低端同类产品, 促进了建筑幕墙中的玻璃幕墙的应用加速发展。同时, 具有隔音、隔热和抗紫外线等功能的 PVB 夹层玻璃作为新型节能环保材料受到越来越重视。

汽车玻璃作为整车组件中重要的功能与安全部件, 目前市场上汽车前挡风玻璃基本均采用了夹层玻璃, 但汽车侧窗、后窗及天窗尚未普及使用, 未来汽车行业夹层玻璃替代单层钢化玻璃或将成为趋势。目前国内仅有少数企业能够生产汽车级 PVB 中间膜, 进口替代空间大。

功能膜包括隔音膜、隔热膜及光伏膜, 主要应用于对隔音隔热有较高要求的建筑玻璃、汽车玻璃及光伏电池组件的封装材料。隔音膜主要应用于机场、车站及道路两侧的建筑物及高端汽车前挡风玻璃、侧窗等领域。隔热膜主要应用于高端汽车的前挡风玻璃, 可阻隔波长为 800~2500nm 的红外线辐射, 相较常规 PVB 中间膜可降低车内温度 6~8℃, 节省油耗 2~3%。PVB 中间膜在光伏行业中的应用主要是作为双玻光伏组件的封装材料, 在光伏建筑一体化 (BIPV) 的玻璃幕墙或屋顶中相对其他封装材料优势突出。目前, 功能膜的进口替代程度还较低, 正努力推

进国产化进程。

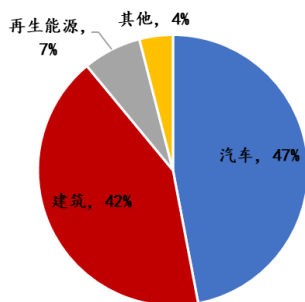
图表 30: PVB 中间膜根据不同应用划分等级



资料来源：皖维丽盛官网、德斯泰招股书、中泰证券研究所

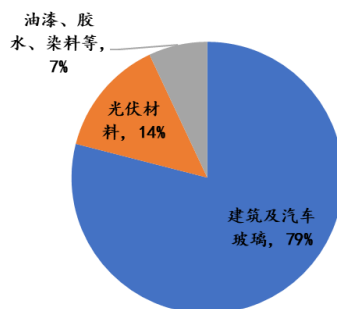
自 1931 年问世发展至今，PVB 中间膜仍然呈现产能不足、区域发展不平衡的现状，主要由于 PVB 中间膜生产技术要求比较高，长期以来一直被美国首诺、日本积水化学和可乐丽等国际公司所掌控，其中美国首诺是全球最大的 PVB 中间膜生产销售商，全球市场占有率约 50%。我国 PVB 树脂粉及中间膜起步于 20 世纪 50 年代，但并未成功工业化。直到 20 世纪 90 年代，我国引入第一条进口 PVB 中间膜生产线，开始规模化生产之路。当前，中国市场消费量最大，亟需实现进口替代。

图表 31: 全球 PVB 消费结构 (2021)



资料来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

图表 32: 中国 PVB 消费结构 (2021)



资料来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

以能否生产高端 PVB 膜和产能规模为依据，全球 PVB 中间膜生产企业

已形成三大阵营。第一大阵营以美国首诺、日本积水化学、日本可乐丽为代表，其垄断了高端产品市场，在产品的研发、生产、质量控制、售后服务、品牌竞争力等方面占据了较大的优势，市场占有率高；第二大阵营以皖维丽盛、德斯泰、建滔（佛冈）为代表，已在中低端产品市场实现稳定供应，正逐步向高端市场扩张；第三大阵营主要是一些国产中小厂商，只能在低端市场竞争。

图表 33: PVB 膜产能分布

企业名称	现有产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	备注
德斯泰	2.3	4	具备1万吨PVB树脂
皖维丽盛	2	2	母公司具备31万吨PVA产能，2万吨PVB树脂
建滔（佛冈）	2000万平米	4000万平米	
忠信（清远）	0.8	1.6	具有0.6万吨PVB树脂，在建1.2万吨PVB树脂。香港建滔化工集团全资子公司。
东材科技		0.8	具有1万吨PVB树脂
重庆华凯塑胶	1.9		具有1.8万吨PVB树脂
湖州鑫富	0.6		具有8000吨PVB树脂
青岛昊成		2（环评）	具有6001吨PVB树脂
川维泓锦		6（规划）	具有16万吨PVA，2万吨PVB树脂

资料来源：华经情报网、华凯塑胶官网、中泰证券研究所

2022年8月18日，公司公告已持有皖维丽盛100%股权。皖维丽盛是一家专业从事PVB中间膜研发、生产和销售的高新技术企业，能够生产建筑级、汽车级PVB中间膜、隔音膜、隔热膜及BIPV光伏膜等产品，产品出口到阿根廷、秘鲁、巴拉圭、突尼斯、中国台湾等国家或地区。在建筑膜市场，皖维丽盛已与南玻集团、台玻控股等头部玻璃生产企业建立合作关系，并与旗滨集团等达成初步的意向合作。在汽车膜方面，皖维丽盛已为福耀玻璃、铁锚玻璃、耀皮集团等下游汽车夹层玻璃行业内企业送样检测和试用。

图表 34: 皖维丽盛的建筑级 PVB 胶片质量

	皖维丽盛	国内技术要求	首诺
黄色指数	0.4	不大于8	小于1
雾度 (%)	0.2	—	小于1
可见光透射比 (%)	89	不小于85	89
拉伸强度 (MPa)	24.7	不小于20	25
断裂伸长率 (%)	232	不小于200	266
紫外线透射比 (%)	0.67	—	不小于1

备注：表中皖维丽盛的产品指标为三个试样的平均值

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 35: 皖维丽盛的汽车级 PVB 胶片质量

	皖维丽盛	国内技术要求	首诺
雾度 (%)	约0.22	小于0.6	小于1
透光率 (%)	约89.4	不小于85	89
拉伸强度 (MPa)	29.48	不小于20	23
断裂伸长率 (%)	254.7	不小于200	270
黄色指数	1.3	不大于8	小于1
敲击指数	7	4~7	6
挥发物质量分数 (%)	0.456	—	目标值±0.05
紫外线透射比 (%)	0.67	—	小于1

备注：表中皖维丽盛的产品指标为三个试样的平均值

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 36: 皖维丽盛具有 2 万吨 PVB 中间膜产能

所在厂区	已建产能 (2万吨)				拟建产能 (2万吨)		
	浙江嘉善	安徽巢湖	浙江嘉善	安徽巢湖	安徽巢湖	安徽巢湖	安徽巢湖
产线编号	1号	2号	3号	5号	6号	7号	8号
年设计产能 (吨)	3240	5040	3240	12960	8640	7920	10080
年实际产能 (吨)	2592	4032	2592	10368	6912	6336	8064
(拟) 投产时间	已投产	已投产	已投产	已投产	—	—	—
可生产产品	汽车膜、建筑膜	建筑膜	建筑膜	汽车膜、建筑膜、功能膜	建筑膜	汽车膜	汽车膜、建筑膜、功能膜

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

生产高质量的 PVB 中间膜的重要前提是质量稳定、高品质的原材料 PVB 树脂, 而生产配方决定了 PVB 中间膜的加工和产品性能的优劣。在原材料方面, 像首诺、积水、可乐丽等在汽车膜市场上具有明显优势的企业, 均拥有 PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜的完整产业链, 因此能够在原材料端优化以对产品指标、加工性能进行精细的调整和把控。

收购皖维丽盛后, 公司也将打通 PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜的完整产业链, 公司凭借自身高性能 PVB 树脂生产技术能够为皖维丽盛提供高品质稳定的原材料, 有望冲击国际巨头的市场份额。

4 盈利预测及估值

假设:

- 1) 聚乙烯醇: 根据可研新建 6 万吨乙烯法产能预计 2025 年底投产, 预计 2022-2024 年聚乙烯醇销量预计为 23、24、27 万吨。价格综合 2022 年前三季度价格、历史均价、未来行业集中度提高的判断, 我们选取 2022-2024 年价格为 19000 元/吨、16000 元/吨、16000 元/吨, 毛利率预计为 45%、38%、38%。
- 2) PVB 树脂: 销量参考历史选取 10000 吨, 价格参考 2022 年前三季度价格 2.4 万元/吨, 毛利率参考历史水平选取 10%。
- 3) PVA 光学膜: 2022-2024 年预计原有 500 万平方米 PVA 光学膜主要进一步加工为偏光片, 加上 2022 年 10 月投产 700 万平方米 PVA 光学膜, 2022-2024 年销量预计为 150、500、850 吨, 价格参考 2022 年前三季度价格 14 万元/吨, 2022 年毛利率参考历史水平及 2023/2024 年考虑负荷提升、技术进步、市场需求, 三年分别选取 2%、35%、35%。
- 4) PVB 中间膜: 2022 年收购皖维丽盛后收获 2 万吨产能, 销量预计为 1 万吨、1.5 万吨、2 万吨。价格参考 2022 年前三季度价格 2 万元/吨, 毛利率参考皖维丽盛历史水平选取 20%。
- 5) 其他业务中包括 2 万吨可分散胶粉、3.5 万吨差别化 PET 切片、700 万平方米偏光片等于 2022 年投产项目参考公司公告项目收入进行预测。在建 6 万吨 VAE 乳液、6000 吨水溶性 PVA 纤维预计 2024 年贡献收入。

图表 37: 主营业务拆分

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
聚乙烯醇	收入 (百万元)	2302	2184	2710	3627	3264	3715
	增速	24%	-5%	24%	34%	-10%	14%
	毛利率	23%	19%	35%	45%	38%	38%
PVB树脂	收入 (百万元)	129	118	271	126	237	237
	增速	——	-9%	130%	-54%	89%	0%
	毛利率	12%	4%	9%	10%	10%	10%
PVA光学膜	收入 (百万元)	17	20	26	18	70	119
	增速	——	21%	27%	-30%	289%	70%
	毛利率	-33%	-11%	2%	2%	35%	35%
PVB中间膜	收入 (百万元)	——	——	——	204	344	459
	增速	——	——	——	——	68%	33%
	毛利率	——	——	——	20%	20%	20%
合计	收入 (百万元)	6356	7054	8103	9826	10666	11500
	增速	9%	11%	15%	21%	9%	8%
	毛利率	22%	18%	25%	30%	29%	29%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

我们预测公司 2022-2024 年公司归母净利润分别为 18.52 亿元、19.71 亿元和 21.58 亿元, EPS 分别为 0.86 元/股、0.91 元/股和 1 元/股, 对应 PE 分别为 8.2 倍、7.7 倍和 7 倍。我们选取上海石化 (产品包括 PVA, 与公司产品有相似)、东材科技 (PVB 树脂, 与公司产品类似)、三利谱 (偏

光片产品，与公司产品类似) 作为可比公司，可比公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 28 倍、25 倍和 18 倍。与可比公司相比，公司存在低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2023/2/17	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	
600688.SH	上海石化	280.08	20.01	-19.84	9.71	13.70	22.56	-	36.15	25.63	1.29
601208.SH	东材科技	129.93	3.41	4.37	6.09	8.52	45.71	29.74	21.34	15.25	3.33
002876.SZ	三利谱	78.40	3.38	2.99	4.71	6.52	32.19	26.27	16.67	12.04	3.48
	平均							28.01	24.72	17.64	2.70
600063.SH	皖维高新	152.66	9.82	18.52	19.71	21.58	12.02	8.2	7.1	7.0	1.99

资料来源: Wind 一致预期、中泰证券研究所

5 风险提示

- **产能投放不及预期的风险:** 计划新增产能的投放可能不及预期，从而影响公司的盈利预测。
- **原材料价格大幅波动的风险:** 主要产品的原材料成本占比较高，如原材料价格大幅波动，将影响公司利润。
- **研发进度不及进度的风险:** 公司所属新材料行业，需要持续研发，若研发不及进度将影响公司未来发展空间。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 39: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,852	4,197	4,479	7,753	营业收入	8,103	9,826	10,666	11,500
应收票据	1,263	0	0	0	营业成本	6,082	6,870	7,577	8,147
应收账款	281	262	199	180	税金及附加	63	81	86	91
预付账款	299	103	114	122	销售费用	37	49	53	58
存货	909	805	2,346	1,319	管理费用	320	305	331	357
合同资产	0	0	0	0	研发费用	345	418	454	490
其他流动资产	252	226	247	270	财务费用	95	-5	-72	-79
流动资产合计	4,857	5,593	7,385	9,645	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
其他长期投资	18	18	18	18	资产减值损失	-73	-60	-55	-50
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	2	2	2
固定资产	3,772	3,774	3,831	3,940	投资收益	35	26	26	29
在建工程	1,162	1,262	1,262	1,162	其他收益	50	50	50	50
无形资产	421	448	452	448	营业利润	1,171	2,120	2,253	2,464
其他非流动资产	1,424	1,424	1,423	1,423	营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	6,797	6,925	6,986	6,991	营业外支出	71	40	40	40
资产合计	11,654	12,519	14,372	16,636	利润总额	1,105	2,085	2,218	2,429
短期借款	1,830	97	226	335	所得税	127	240	255	280
应付票据	1,218	1,286	1,264	1,362	净利润	978	1,845	1,963	2,149
应付账款	563	2,061	2,296	2,493	少数股东损益	-4	-8	-8	-9
预收款项	0	64	40	29	归属母公司净利润	982	1,853	1,971	2,158
合同负债	152	177	192	207	NOPLAT	1,062	1,840	1,899	2,079
其他应付款	220	220	220	220	EPS (按最新股本摊薄)	0.45	0.86	0.91	1.00
一年内到期的非流动负债	319	319	319	319					
其他流动负债	214	218	231	242	主要财务比率				
流动负债合计	4,514	4,441	4,786	5,207	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	320	370	300	380	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	14.9%	21.3%	8.6%	7.8%
其他非流动负债	462	462	462	462	EBIT增长率	53.1%	73.3%	3.2%	9.5%
非流动负债合计	782	832	762	842	归母公司净利润增长率	60.7%	88.6%	6.4%	9.5%
负债合计	5,296	5,272	5,548	6,049	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,326	7,222	8,808	10,581	毛利率	24.9%	30.1%	29.0%	29.2%
少数股东权益	32	24	16	7	净利率	12.1%	18.8%	18.4%	18.7%
所有者权益合计	6,358	7,246	8,823	10,587	ROE	15.4%	25.6%	22.3%	20.4%
负债和股东权益	11,654	12,519	14,372	16,636	ROIC	16.8%	31.2%	26.0%	23.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	45.4%	42.1%	38.6%	36.4%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	债务权益比	46.1%	17.2%	14.8%	14.1%
经营活动现金流	1,510	4,925	1,032	3,838	流动比率	1.1	1.3	1.5	1.9
现金收益	1,549	2,290	2,344	2,529	速动比率	0.9	1.1	1.1	1.6
存货影响	-379	105	-1,541	1,027	营运能力				
经营性应收影响	-595	1,538	107	60	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7
经营性应付影响	711	1,631	188	285	应收账款周转天数	12	10	8	6
其他影响	224	-639	-66	-64	应付账款周转天数	30	69	103	106
投资活动现金流	-844	-516	-496	-447	存货周转天数	43	45	75	81
资本支出	-595	-579	-515	-465	每股指标(元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.45	0.86	0.91	1.00
其他长期资产变化	-249	63	19	18	每股经营现金流	0.70	2.28	0.48	1.78
融资活动现金流	-755	-2,064	-254	-117	每股净资产	2.93	3.34	4.08	4.90
借款增加	-445	-1,683	59	189	估值比率				
股利及利息支付	-318	-1,147	-990	-1,193	P/E	16	8	8	7
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	2	1
其他影响	8	766	677	887	EV/EBITDA	41	27	27	25

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。