

皖维高新 (600063)

公司研究/动态报告

PVA 需求向上，三大亮点值得期待

动态研究报告/基础化工

2019年12月20日

报告摘要:

● 主业已过寒冬，PVA龙头进入收获期

PVA 价格自 2018 至今稳步上涨，其中 2019 年主要原材料电石、醋酸等价格的回落使得 PVA 价差的扩大。我们测算目前公司 PVA 的单吨毛利润约 4040 元，单吨净利润约 2600 元。公司作为 PVA 龙头，市占率达 35% 以上，业绩弹性大。

● 供给格局大幅改善，奠定行业中长期向上基础

行业自 2008-2016 年经历了多年的低迷期，经过行业的洗牌，较多不具备优势的企业出现亏损，并逐渐停产、退出。目前行业形成了以皖维系、中石化系和民营系为代表的三大体系的格局，三大系约占国内有效产能的八成，PVA 行业的集中度已经得到了较大的提高。

● PVA需求向上，公司产销实现较大增长

2019 年行业的 PVA 产销量较 2018 年实现了增长，其中头部企业如皖维高新增长较大，公司 2019 年前三季度对外销量为 17.06 万吨，同比增速约 15%，较快增长主要原因是两个方面：一是出口延续良好增长态势，二是新材料领域如 PVA 光学膜、PVB 等的需求持续增长。

● 下游新材料应用持续开拓，三大亮点值得期待

下游新材料领域有望成为拉动 PVA 需求的增长点，分别为偏光片及光学膜、PVB、高强高模纤维。公司 700 万平方米偏光片及配套的光学膜项目预计明后年投产，之前已具备 500 万平方米 PVA 光学膜的产业化经验。公司的 PVB 膜已达到建筑用安全玻璃的标准，未来有望进一步向汽车领域的挡风玻璃拓展。高强高模经过多年的开拓培育，近几年的产销量迎来了较大的增长，替代石棉的进程有望加快。

● 投资建议

公司作为 PVA 行业一体化的龙头，将受益于 PVA 价格的上行。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.21、0.29、0.39 元，对应当前股价 PE 为 17.3、12.7 和 9.4 倍，公司 PB (MRQ) 为 1.46 倍，行业中位值为 2.07 倍，给予“推荐”评级。

● 风险提示

行业退出产能复产超预期；原材料价格大幅上涨、偏光片投放进程不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,857	6,566	6,946	7,267
增长率 (%)	24.5%	12.1%	5.8%	4.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	130	409	559	748
增长率 (%)	52.6%	214.6%	36.5%	33.9%
每股收益 (元)	0.07	0.21	0.29	0.39
PE (现价)	52.4	17.3	12.7	9.4
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 3.77 元

交易数据 2019-12-19

近 12 个月最高/最低 (元)	3.79/2.33
总股本 (百万股)	1,926
流通股本 (百万股)	1,926
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	73
流通市值 (亿元)	73

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号： S0100519110001

电话： 0755-22662070

邮箱： dengjianquan@mszq.com

相关研究

目录

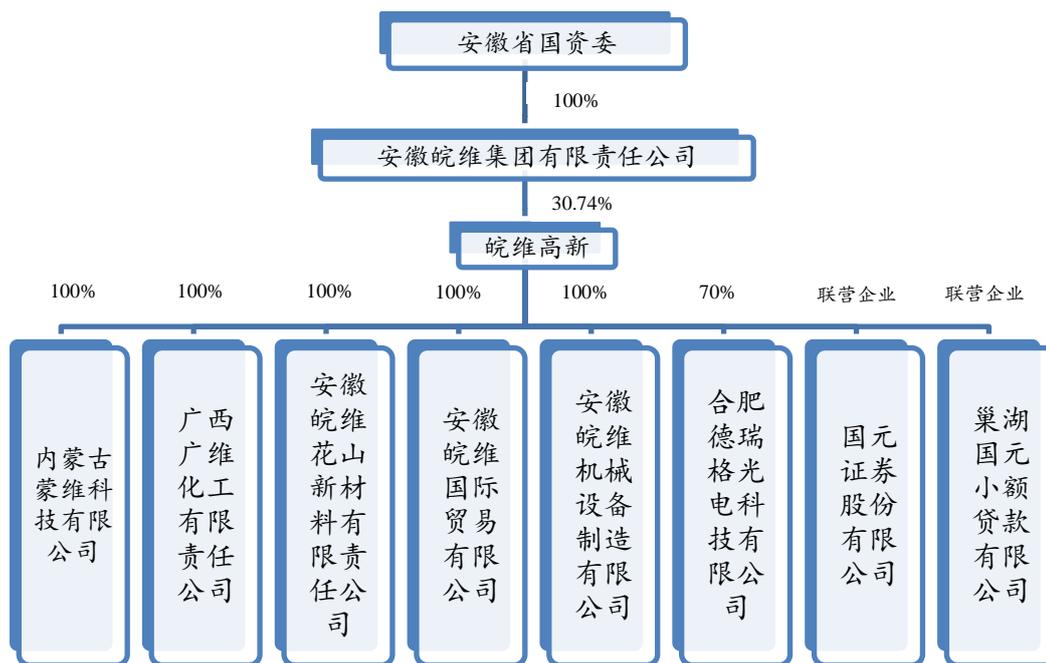
一、主业已过寒冬，PVA 龙头进入收获期	3
1、PVA 一体化龙头	3
2、公司发展历程	3
3、公司业务及业绩情况	5
二、供给格局大幅改善，奠定中长期向上基础	7
1、行业形成了三大体系鼎立的格局	7
2、较多中小落后产能已出清	8
三、PVA 需求向上，公司产销实现较大增长	9
1、出口态势良好，海外需求有望持续增加	9
2、下游新材料应用持续开拓，三大亮点值得期待	11
四、投资建议及盈利预测	15
插图目录	17
表格目录	17

一、主业已过寒冬，PVA 龙头进入收获期

1、PVA 一体化龙头

公司是安徽省重要的化工、化纤、新材料联合制造企业。公司主导产品聚乙烯醇(PVA)、高强高模聚乙烯醇纤维产能多年保持全国第一、世界前列。公司已发展成为中国最大的聚乙烯醇生产企业、中国最大的高强高模聚乙烯醇纤维出口基地和安徽省最大的化工化纤建材联合企业。公司拥有化工、化纤、建材等三大系列三十多种新材料产品。

图 1：公司股权结构

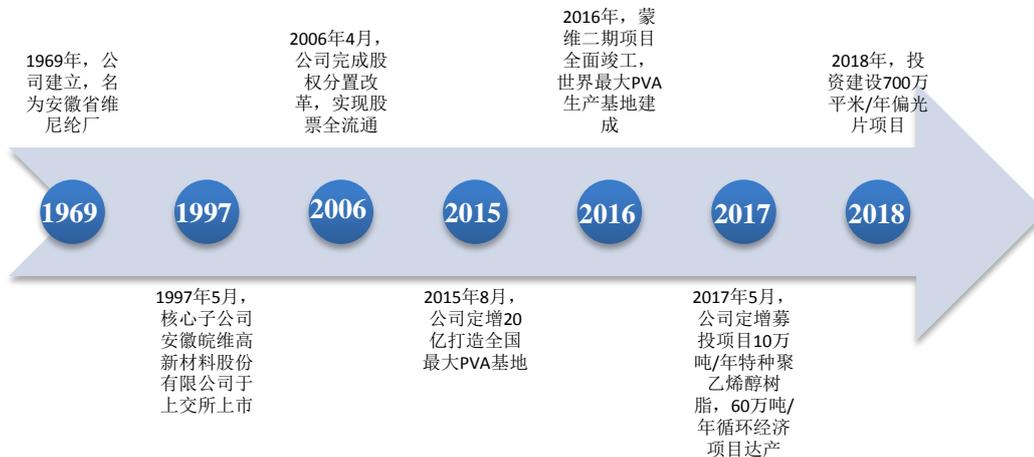


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、公司发展历程

公司始建于 1969 年，前身是安徽省维尼纶厂，为国家“四五”期间投资建设的重点项目。集团公司下辖 6 家子公司，核心子公司安徽皖维高新新材料股份有限公司于 1997 年 5 月在上海证券交易所上市；2006 年 4 月，公司完成股权分置改革，实现了股票的全流通，总股本为 19.26 亿股；2015 年 8 月，公司推出定增预案，拟以 6.48 元/股非公开发行不超过 2.8 亿股，募集资金总额不超过 20 亿元，用于 10 万吨/年特种聚乙烯醇树脂，以及 60 万吨/年工业废渣综合利用循环经济项目；2016 年，公司在内蒙古蒙维子公司建立的二期项目全面竣工，公司成为世界上最大的 PVA 生产企业。2017 年 5 月，公司定增募投项目 10 万吨/年特种聚乙烯醇树脂，60 万吨/年工业废渣综合利用循环经济项目已全面建成投产并实现达产目标。2018 年，公司与开发区投资公司共同出资组建德瑞格公司暨投资建设 700 万平米/年偏光片项目，建成后可与现有的 500 万平米/年聚乙烯醇（PVA）光学薄膜生产线实现产业配套。

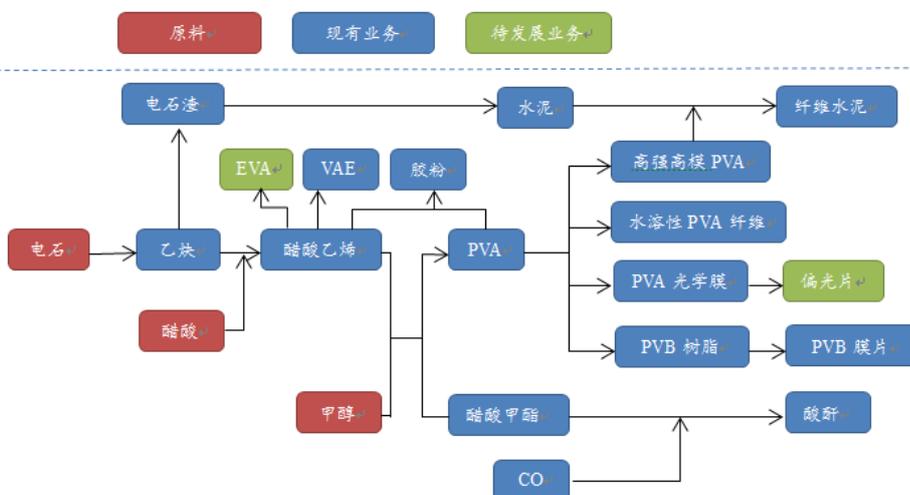
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司 PVA 产业链一体化完善，公司具有年产 31 万吨聚乙烯醇（PVA）、60 万吨 VAC、10 万吨精醋酸甲酯、50 万吨电石、2 万吨高强高模 PVA 纤维、1.5 万吨水溶纤维、5 万吨醋酐、6 万吨聚酯切片、7 万吨 VAE、4 万吨可再分散性胶粉、4 万吨 PVB 树脂、1.5 万吨 PVB 膜片、300 万平米 PVA 光学薄膜、400 万吨水泥熟料的产能。主导产品 PVA、高强高模 PVA 纤维连续多年位居国内第一、世界前列。PVA 光学薄膜、PVB 树脂及膜片等产品处于行业技术最前沿，先后被列入国家重点科技攻关项目、国家火炬计划项目。

图 3：公司产业链示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 1: 公司产能情况

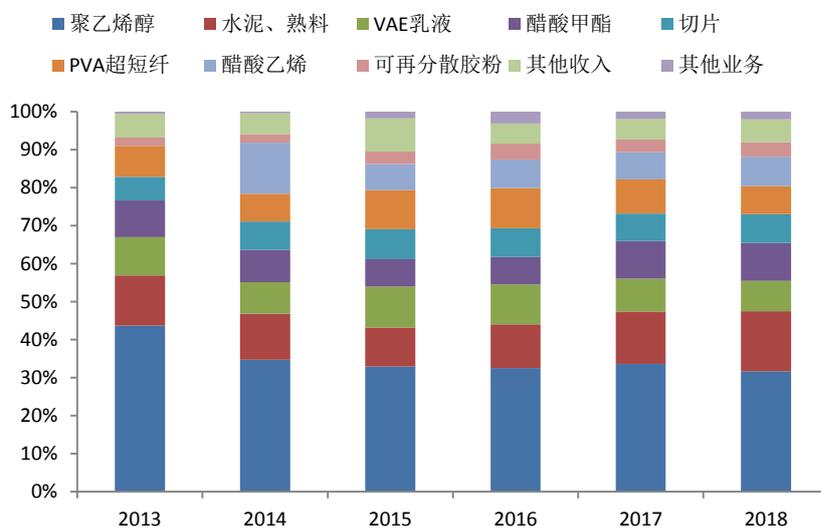
产品名称	产能情况	产品名称	产能情况	产品名称	产能情况
PVA	31 万吨/年	醋酐	5 万吨/年	PVB 膜片	1.5 万吨/年
VAC	60 万吨/年	聚酯切片	6 万吨/年	PVA 光学薄膜	300 万平方米/年
精醋酸甲酯	10 万吨/年	VAE 乳液	7 万吨/年	水泥熟料	400 万吨/年
PVA 纤维	4 万吨/年	可再分散性 乳胶粉	4 万吨/年		
水溶纤维	1.5 万吨/年	PVB 树脂	4 万吨/年		

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

3、公司业务及业绩情况

业务构成方面, 公司多年来坚持以 PVA 为主要业务, 不断丰富优化自身业务结构。根据公司 2019 年中报财务数据, 目前公司主营 PVA 业务占营业总收入的 35.91%; PVA 制备过程中的电石残渣废料用于水泥熟料, 该业务占比总营收的 16.67%; 此外, 公司 VAE 乳液业务占比总营收的 7.93%, 醋酸相关产业(醋酸甲酯、醋酸乙烯)占比营收达到 7.11%。进出口方面, 公司 2019 年上半年国内业务占总营收 84.5%, 出口业务占比 15.5%。

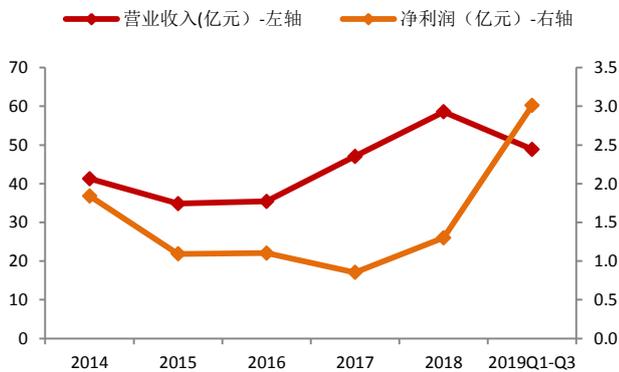
图 4: 公司业务结构变化情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

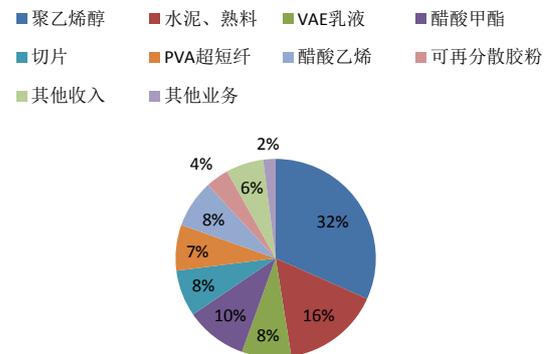
业绩方面, 公司 2019 年前三季度实现营业收入 48.88 亿元, 同比增长 11.76%, 归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 118.03%。其中, 公司第三季度单季实现营收 17.96 亿, 同比增长 13.90%, 归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 149.73%, 业绩同比改善较为明显, 主要得益于两方面: 一是 PVA 价格上涨, 产品价差扩大; 二是水泥熟料维持较高景气。

图 5: 公司近五年营业收入及净利润情况



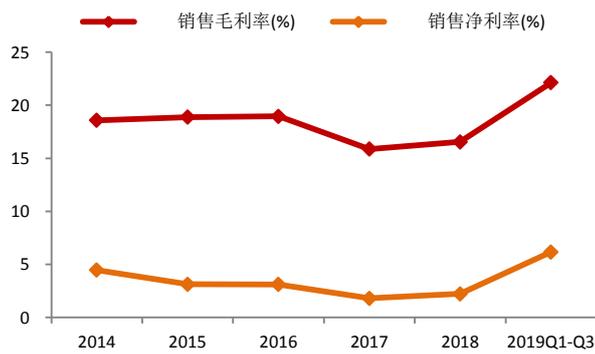
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 公司主营业务分布情况 (2018 年)



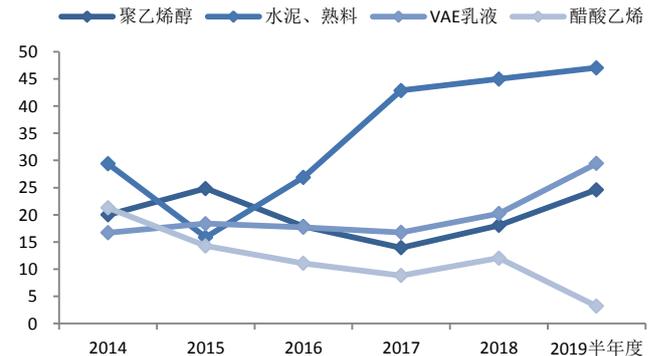
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: 公司近五年毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

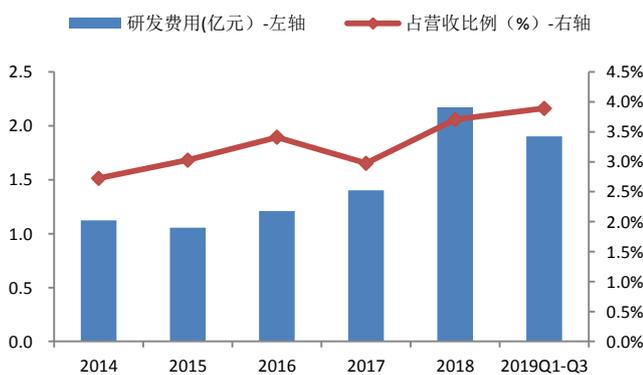
图 8: 公司主营产品毛利率变化情况(%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

研发投入方面, 公司在近五年的研发投资占营业收入比例呈现稳定增长的态势, 近几年主要研发费用主要是投入到新材料领域, 如 PVA 光学膜、偏光片、PVB 膜等。

图 9: 公司研发支出及占比营收情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 公司近五年三费支出及其营收占比



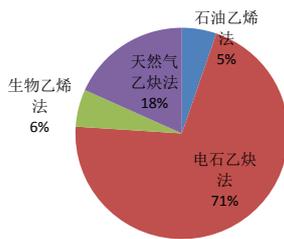
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、 供给格局大幅改善，奠定中长期向上基础

1、 行业形成了三大体系鼎立的格局

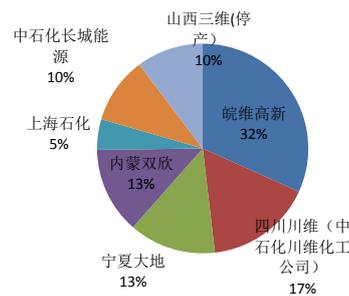
经过多年来的行业洗牌，目前形成了以皖维系、中石化系（四川川维、上海石化、中石化长城能源）和民营系（宁夏大地、蒙古双欣）为代表的三大体系鼎立的格局，产能占比分别为 35.39%，34.93% 和 29.68%。

图 11: PVA 产能分布(按工艺)



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 12: PVA 名义产能分布占比图



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

根据国家统计局数据，截至 2018 年，我国 PVA 的名义能力为 119.6 万吨/年（含中国台湾）。按照大小排序，前五大产能企业分别为皖维高新（31 万吨）、中石化重庆川维（16 万吨）、宁夏大地（13 万吨）、中石化长城能源（10 万吨），前五大名义产能合计 84 万吨，占国内名义产能约八成。其中皖维高新是国内的 PVA 龙头，其名义产能约占国内 26%，而产品的产销量和市场占有率均超过国内市场的 30% 以上，PVA 行业的集中度已经得到了较大的提高。

表 2: 国内 PVA 名义产能情况 (万吨/年)

生产厂家	产能	备注
皖维高新	31	广西广维部分运行
台湾长春	22	主要出口，不参与国内市场
四川维伦	16	-
宁夏大地	13	-
内蒙双欣	13	-
中石化长城能源	10	-
山西三维	10	停产
上海石化	4.6	部分运行
合计	119.6	-

资料来源：公司年报，民生证券研究院

2、较多中小落后产能已出清

PVA 行业自 2008 年至 2016 年经历了近 8 年的低迷期，PVA1799 型号价格从 2008 年的高点大约 20000 元/吨跌至 2016 年约 8500 元/吨，行业低迷的主要原因是产能过剩。PVA 产品价格的持续下降，致使成本较高的中小企业出现亏损，并逐渐停产、退出。

表 3：国内 PVA 淘汰产能情况(万吨/年)

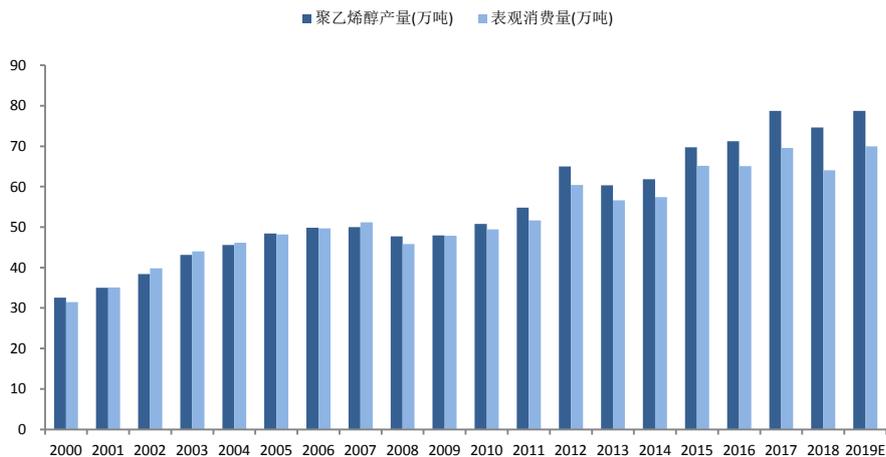
公司	PVA 停产产能	停产时间	备注
山西三维	10	2018 年 4 月	因污染严重公司停业整改
湖南湘维	9	2017 年 5 月	按照中国化工新材料总公司的要求停产关闭
云南云维	2.8	2013 年 11 月	公司 PVA 处于长期停产状态
福建福维	6	2013 年 1 月	国内外经济不景气，市场需求疲软，产品价格大幅下降
石家庄化工化纤	2	2013 年 5 月	因公司生产经营状况不佳
北有机	2.7	2012 年 7 月	公司优化运行安排，PVA 装置长期停车
兰州维尼纶	5.5	2011 年 12 月	迫于经济形势困难
江西江维	4	2011 年 9 月	发生爆炸事故，造成人员伤亡设备损失，装置停产
贵州水晶	3	2010 年 12 月	公司产品结构调整
总计	45		

资料来源：维纶工业协会，民生证券研究院

三、PVA 需求向上，公司产销实现较大增长

根据维纶工业协会数据，2018 年国内 PVA 产量为 74.65 万吨，较 2017 年的 78.75 万吨有所下降。2019 年行业的 PVA 产销量较 2018 年实现了增长，其中头部企业如皖维高新增长较大，主要原因是两个方面：一是出口延续良好增长态势，二是新材料领域如 PVA 光学膜、PVB 的需求持续增长。

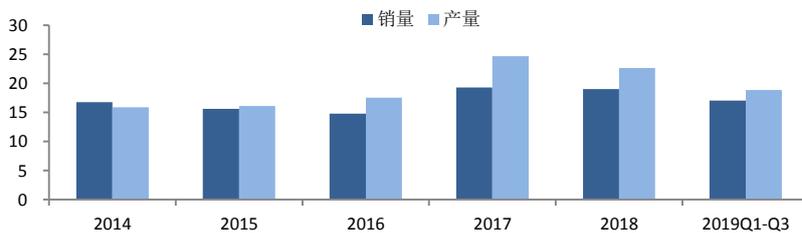
图 13：我国 PVA 产量及表观消费量情况



资料来源：wind，民生证券研究院

公司 2018 年 PVA 全年产量为 22.64 万吨，对外销量为 19.04 万吨，2019 年前三季度 PVA 产量为 18.88 万吨，对外销量为 17.06 万吨，2019 年产销较去年实现了较大的增长。

图 14：公司产销量情况（单位：万吨）

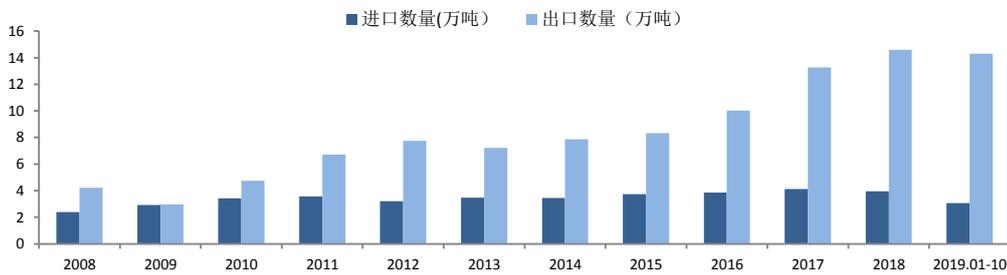


资料来源：wind，民生证券研究院

1、出口态势良好，海外需求有望持续增加

我国 PVA 出口呈现逐年增加的趋势，2018 年出口量达 14.59 万吨，约占 2018 年产量(74.6 万吨)的 20%。2016 年以来，PVA 出口出现较快的增长，主要在于海外需求稳定增加而供给较为稳定，2018 年可乐丽在美国的 PVA 工厂的爆炸事件让海外的供给更为偏紧。

图 15: 我国 PVA 进出口情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

目前海外的 PVA 产能较为稳定,未来几年行业暂无新增产能的计划,随着光学膜、PVB、可降解薄膜等新兴应用的拓展,全球范围内 PVA 大概率逐步进入供应偏紧的格局。

表 4: 海外 PVA 主要产能情况 (万吨/年)

国家或地区企业名称	装置产能	工艺路线
日本可乐丽株式会社	25.8	乙烯法
日本积水化学工业株式会社	15	乙烯法
日本合成化学工业株式会社	7	乙烯法
日本尤尼吉卡 (JVP)	7	乙烯法
美国杜邦公司	6.5	乙烯法
日本 DK (DS Poval) 株式会社	3	乙烯法
美国首诺公司	2.8	乙烯法
新加坡 KAP (可乐丽与合成化学合资公司)	4	乙烯法
其他	4.2	
合计	75.3	

资料来源: 中国报告网, 民生证券研究院

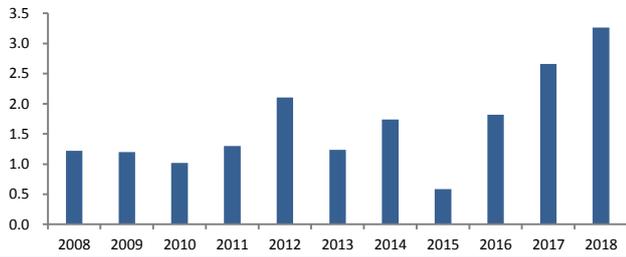
我国 PVA 主要出口到印度、荷兰、巴基斯坦、意大利、比利时、印度尼西亚、法国和土耳其等国家。2017 年我国向这 8 个国家的出口量合计达到 7.81 万吨,约占出口总量的 58.86%,同比增长 31.63%。其中,向印度出口量为 1.28 万吨,约占总出口量的 10.89%,同比增长约 13.21%。随着国家“一带一路”战略的持续推进,占据全球产能半壁江山的 PVA 产品有望充分受益,公司作为国内的 PVA 龙头企业,近年来的出口量进入了快速通道。

图 16: 2016-2017 年我国 PVA 出口情况



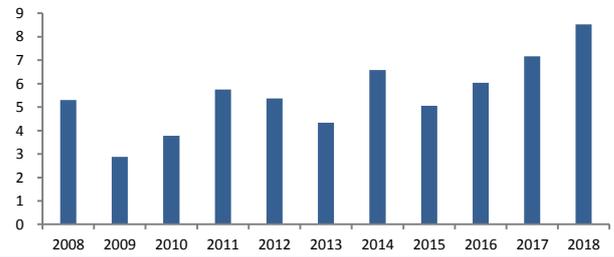
资料来源:《我国醋酸乙烯和聚乙烯醇进出口分析》, 民生证券研究院

图 27: 公司 PVA 出口量 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 18: 公司出口营收 (单位: 亿元)

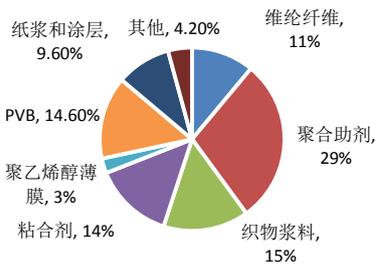


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2、下游新材料应用持续开拓, 三大亮点值得期待

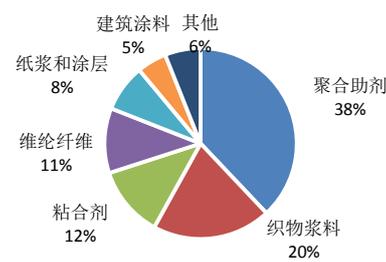
目前, 全球范围内 PVA 下游的消费结构主要在聚合助剂(29%)、织物浆料(15%)、粘合剂(14%), PVB (14.6%)、光学膜 (3%) 等; 相对全球而言, 国内的 PVA 下游应用目前主要还是集中在传统领域, PVB、光学膜等的应用比例仍然很低。

图 19: 全球 PVA 消费结构



资料来源: 《乙醛醋酸化工》, 民生证券研究院

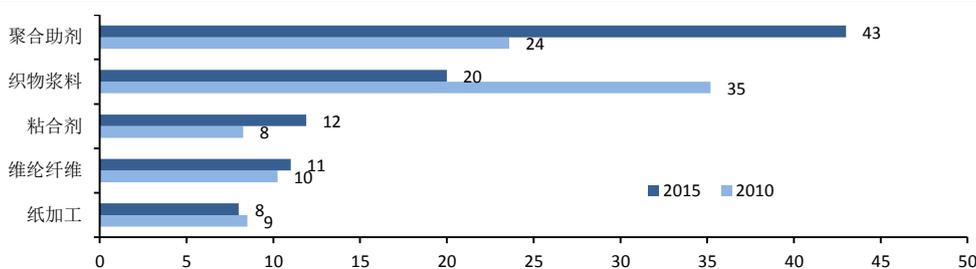
图 20: 我国 PVA 消费结构



资料来源: 《乙醛醋酸化工》, 民生证券研究院

国内近几年 PVA 的下游应用分布已经发生了较大的变化, 织物浆料、维纶纤维的应用比例下降了较多。可以预测, 未来随着国内偏光片、光学膜、PVB 高端膜的国产化进程的推进, 国内 PVA 下游的应用将逐步高端化。

图 21: 2010 年及 2015 年 PVA 下游消费情况比较 (%)



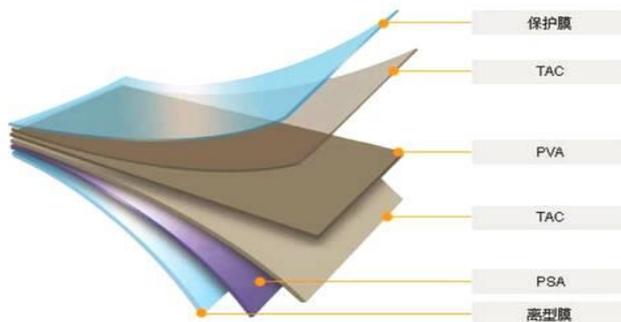
资料来源: 维纶工业协会, 民生证券研究院

2.1 偏光片投产在即，公司是光学膜国产化领导者

偏光片是显示面板的核心部件。偏光片的作用是将全向光线变成单一方向的偏振光，偏振光方向与偏光片透过轴方向平行，垂直于透过轴方向的光则被吸收。

偏光片由 PVA 膜，TAC 膜，保护膜，离型膜和压敏胶组成，其中，PVA 光学膜负责偏振作用，是偏光片的核心膜材，决定偏光片的偏光性能。

图 22：偏光片结构组成



资料来源：百度网站，民生证券研究院

偏光片应用广泛，其中显示面板是主要应用场景，偏光片是显示模组成像的必要组件。全球显示面板行业不断发展，TFT-LCD 需求持续增长。TFT-LCD 需求面积有望在 2020 年突破 2 亿平方米。TFT-LCD 需求面积的增长带动偏光片需求增长，大尺寸 TFT-LCD 用偏光片仍是主流。

偏光片具有较高的行业壁垒，目前日韩企业几乎垄断全球偏光片市场。韩国 LG 化学，日本日东电工和住友化学三足鼎立，占据 60—70% 全球偏光片市场份额。2018 年，安徽皖维投资 700 万平米/年偏光片和 PVA 光学膜项目，预计 2020 年建成，投产后有望实现 PVA 光学薄膜产品进口替代，以及加快偏光片国产化进程。

2.2 PVB 增长潜力值得期待

聚乙烯醇缩丁醛树脂 (PVB) 为白色粉末，可溶于甲醇、乙醇、酮类、卤代烷、芳烃类溶剂。PVB 中间膜是半透明的薄膜，主要用于夹层玻璃，具有透明、耐热、耐寒、耐湿、机械强度高特性，广泛应用于建筑、汽车、光伏等行业。

随着汽车、建筑、光伏等 PVB 中间膜下游需求行业的增长，全球 PVB 中间膜的市场规模从 2015 年的 31.7 亿美元增长至 2018 年的 43.6 亿美元，年增长率基本上超过 10%。据业内估计：2020 年全球 PVB 胶片需求量将超过 73.4 万吨，中国的需求量占到全球总需求量的 35%，成长空间较大。

目前，约 80% 的 PVB 用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃，10% 用在光伏材料中，其余的 10% 应用于油漆、胶水、染料等材料中。全球主要 PVB 的生产商有四家——美国首诺 (Solutia)，日本积水 (Sekisui)，美国杜邦 (DuPont) 和日本可乐丽 (Kuraray)，四家企业

占据了约 80% 的市场份额。

我国 PVB 的研究自上世纪 60 年代就已开始，但目前国内产品主要集中在涂料、粘合剂等领域，汽车安全玻璃膜片及其以上的高品质 PVB 主要还是依靠进口。皖维高新目前 PVB 产能为 1.2 万吨，年产量 8 千吨，主要应用在安全玻璃领域，公司在汽车安全玻璃领域持续研发，未来有望率先实现突破。

表 5：国内主要 PVB 树脂生产厂家产能情况（单位：吨/年）

序号	单位	产能
1	建滔（佛冈）特种树脂有限公司	15000
2	安徽皖维高新材料股份有限公司	12000
3	吉林吉诺树脂科技有限公司	10000
4	浙江德斯泰新材料股份有限公司	6000
5	青岛昊成实业有限公司	5000
6	江西省宏丰塑胶有限公司	5000
7	鹤壁益民塑胶科技有限公司	5000
8	湖州鑫富新材料有限公司	4000
	合计	62000

资料来源：维纶工业协会、民生证券研究院

2.3 高强高模 PVA 纤维持续增长，市场增量空间大。

高强高模 PVA 具有独特的横断面形状，与水泥黏着力好，在替代石棉方面具有性能优势、性价比高等特点，被誉为石棉最理想的“绿色环保”替代品。高强高模 PVA 纤维具有强度和杨氏模量高、伸长率低、耐酸碱性、抗溶剂性等特点，同时，具有良好的亲水性、粘结性、抗冲击性以及加工过程中易于分散等特性。根据科学实验和建筑实践数据证实，每平方米的混凝土中加入 900g 高强高模 PVA 纤维，并且分布均匀，可以在混凝土的内部结构里达到很好的承托效果。特别是在防止混凝土早期容易出现离析沉降裂缝、塑性裂缝和干缩裂缝方面，高强高模 PVA 纤维的功能尤为明显。近年来，欧美等发达国家采用高强高模 PVA 替代石棉，在制造无石棉水泥板等方面取得了良好效果。

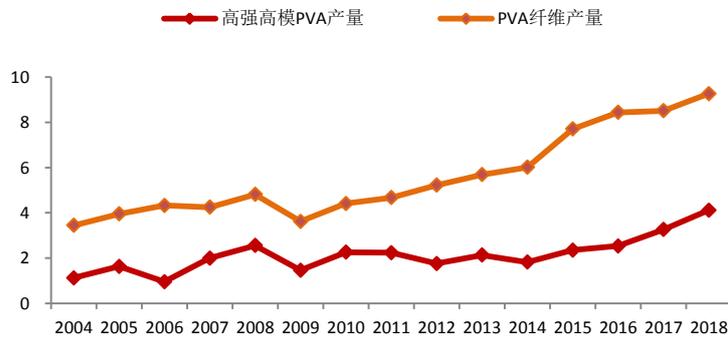
随着人民生活水平的提高，人们健康、环保的意识逐渐加强，高强高模 PVA 纤维替代石棉已逐渐成为必然趋势，同时随着世界各组织禁用石棉制品，提出高强高模 PVA 纤维是石棉制品的理想替代品，近几年来，国内高强高模 PVA 纤维的需求量持续增加。

表 6：各组织禁用石棉情况

时间	组织	内容
1990 年	世界卫生组织	禁止使用石棉制品
2004 年	联合国	全面禁用石棉
2012 年	中国工业和信息化部、科学技术部和环境保护部	发布《国家鼓励的有毒有害原料（产品）替代品目录》，明确提出高强高模 PVA 纤维是石棉制品的理想替代品

资料来源：环境保护署，民生证券研究院

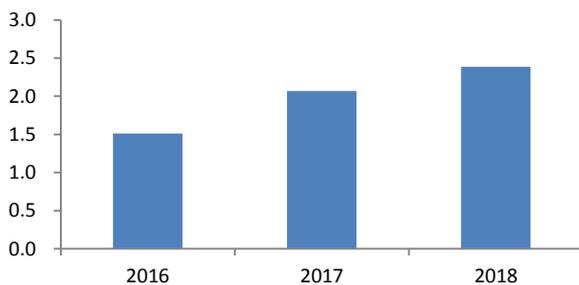
图 23: PVA 纤维和**高强高模 PVA** 产量各年数据 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

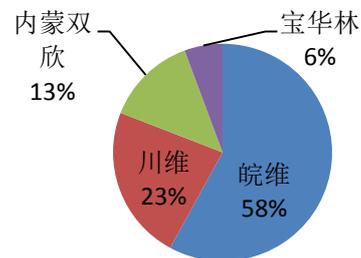
其中皖维高**新高强高模 PVA** 纤维产品产销量位居全国第一, 达国内总量的 60%, 国际市场占有率为 45% 左右, 公司产量从 2016 年的 1.51 万吨增长到 2018 年的 2.39 万吨, 年增长率约为 25%。

图 24: 皖维高**新高强高模 PVA** 纤维产量数据 (万吨)



资料来源: 维纶工业, 民生证券研究院

图 25: 2018 年**高强高模 PVA** 产量分布



资料来源: 维纶工业, 民生证券研究院

四、投资建议及盈利预测

公司作为 PVA 行业一体化的龙头，将受益于 PVA 价格的上行。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.21、0.29、0.39 元，对应当前股价 PE 为 18.0、13.0 和 9.7 倍，公司 PB (MRQ) 为 1.46 倍，行业中位值为 2.07 倍，给予“推荐”评级。

● 风险提示

行业退出产能复产超预期；原材料价格大幅上涨、偏光片投放进程不及预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,857	6,566	6,946	7,267
营业成本	4,889	5,298	5,500	5,549
营业税金及附加	53	53	59	62
销售费用	189	223	236	243
管理费用	196	219	232	243
研发费用	217	220	232	252
EBIT	314	552	687	919
财务费用	144	81	57	74
资产减值损失	66	40	35	30
投资收益	14	13	16	14
营业利润	155	472	649	868
营业外收支	(5)	1	(2)	(1)
利润总额	150	479	649	868
所得税	20	69	90	120
净利润	130	409	559	748
归属于母公司净利润	130	409	559	748
EBITDA	761	572	706	937
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	699	1101	1530	2261
应收账款及票据	1556	1542	1647	1787
预付款项	103	152	157	145
存货	748	901	765	919
其他流动资产	32	45	53	60
流动资产合计	3169	3771	4182	5203
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4717	4696	4696	4596
无形资产	332	306	279	256
非流动资产合计	6002	6224	6471	6728
资产合计	9171	9995	10654	11931
短期借款	1365	1309	1231	1188
应付账款及票据	1705	2649	3382	4273
其他流动负债	23	21	18	13
流动负债合计	3454	4099	4345	5104
长期借款	250	150	130	108
其他长期负债	636	551	490	365
非流动负债合计	1094	909	828	681
负债合计	4548	5008	5173	5785
股本	1926	1926	1926	1926
少数股东权益	15	15	15	15
股东权益合计	4623	4987	5481	6146
负债和股东权益合计	9171	9995	10654	11931

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	24.5%	12.1%	5.8%	4.6%
EBIT 增长率	59.5%	75.8%	24.5%	33.7%
净利润增长率	52.6%	214.6%	36.5%	33.9%
盈利能力				
毛利率	16.5%	19.3%	20.8%	23.6%
净利润率	2.2%	6.2%	8.0%	10.3%
总资产收益率 ROA	1.4%	4.1%	5.2%	6.3%
净资产收益率 ROE	2.8%	8.2%	10.2%	12.2%
偿债能力				
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.4
资产负债率	0.50	0.50	0.49	0.48
经营效率				
应收账款周转天数	26.8	30.3	29.0	28.7
存货周转天数	52.9	55.4	54.0	54.1
总资产周转率	0.65	0.69	0.67	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.21	0.29	0.39
每股净资产	2.4	2.6	2.8	3.2
每股经营现金流	0.7	0.7	0.8	0.8
每股股利	0.03	0.03	0.04	0.05
估值分析				
PE	52.4	17.3	12.7	9.4
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.8	9.6	7.1	4.7
股息收益率	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	130	409	559	748
折旧和摊销	513	60	54	49
营运资金变动	590	813	750	619
经营活动现金流	1,358	1,372	1,448	1,496
资本开支	300	275	302	305
投资	(5)	(5)	(4)	(7)
投资活动现金流	(281)	(275)	(294)	(297)
股权募资	15	13	12	14
债务募资	(671)	(485)	(481)	(247)
筹资活动现金流	(957)	(695)	(725)	(468)
现金净流量	120	402	429	731

插图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 公司产业链示意图	4
图 4: 公司业务结构变化情况	5
图 5: 公司近五年营业收入及净利润情况	6
图 6: 公司主营业务分布情况 (2018 年)	6
图 7: 公司近五年毛利率及净利率情况	6
图 8: 公司主营产品毛利率变化情况 (%)	6
图 9: 公司研发支出及占比营收情况	6
图 10: 公司近五年三费支出及其营收占比	6
图 11: PVA 产能分布 (按工艺)	7
图 12: PVA 名义产能分布占比图	7
图 13: 我国 PVA 产量及表观消费量情况	9
图 14: 公司产销量情况 (单位: 万吨)	9
图 15: 我国 PVA 进出口情况	10
图 16: 2016-2017 年我国 PVA 出口情况	10
图 17: 公司 PVA 出口量 (单位: 万吨)	11
图 18: 公司出口营收 (单位: 亿元)	11
图 19: 全球 PVA 消费结构	11
图 20: 我国 PVA 消费结构	11
图 21: 2010 年及 2015 年 PVA 下游消费情况比较 (%)	11
图 22: 偏光片结构组成	12
图 23: PVA 纤维和高强高模 PVA 产量各年数据 (单位: 万吨)	14
图 24: 皖维高新高强高模 PVA 纤维产量数据 (万吨)	14
图 25: 2018 年高强高模 PVA 产量分布	14

表格目录

表 1: 公司产能情况	5
表 2: 国内 PVA 名义产能情况	7
表 3: 国内 PVA 淘汰产能情况	8
表 4: 海外 PVA 主要产能情况	10
表 5: 国内主要 PVB 树脂生产厂家产能情况	13
表 6: 各组织禁用石棉情况	13

分析师简介

邓健全，3年化工研究经验，曾先后任职于长城证券、安信证券，2018-2019年任长城证券化工组组长，2019年加盟民生证券，任化工高级分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。