

强烈推荐-A (首次)

皖维高新 600063.SH

目标估值: NA-NA 元

当前股价: 4.59 元

2021 年 06 月 09 日

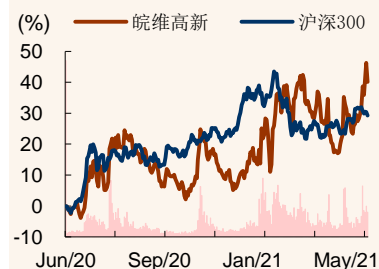
PVA 行业领军企业，新材料业务打开未来成长空间

基础数据

上证综指	3580
总股本(万股)	192589
已上市流通股(万股)	192589
总市值(亿元)	88
流通市值(亿元)	88
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	48.4%
主要股东	安徽皖维集团有限责任公司
主要股东持股比例	30.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	25	45
相对表现	19	20	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

曹承安

caochengan@cmschina.com.cn
S1090520080002

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

公司是国内 PVA 行业龙头，充分受益于行业景气度上行；经过多年洗牌，PVA 行业集中度大幅提升，未来几年基本无新增产能，而下游需求稳步增长，预计行业供需格局将持续向好；PVA 光学膜及偏光片业务正逐步进入收获期，未来有望打造成新材料平台公司，将提升公司业绩和估值空间。

- 公司是国内 PVA 行业龙头，充分受益于景气度上行。2020 年初受疫情影响，PVA 价格持续下跌，随着市场需求复苏，6 月份开始进入景气上行周期。2021 年初至今 PVA 价格累计上涨 51%，特别是 3 月份以来，部分外购电石及醋酸乙烯的 PVA 企业成本大幅提升，推动 PVA 价格加速上涨，公司内蒙古基地拥有“电石-醋酸乙烯-PVA”产业链一体化优势，充分受益于产品涨价。
- PVA 行业集中度大幅提高，中长期供需格局持续向好。PVA 行业经过多年洗牌，竞争格局大幅改善，生产企业从过去十几家降至目前仅剩五家，公司国内产能占比超过 30%，行业龙头地位稳固。未来几年 PVA 行业基本无新增产能，下游传统需求稳步增长，而 PVA 在可降解塑料领域的应用有望进一步打开市场需求空间，预计行业供需格局将持续向好。
- 未来有望打造成新材料平台公司，估值向上空间大。公司向 PVA 产业链下游相关产品 PVB 树脂、胶粉等不断延伸，重心拓展 PVA 光学膜及偏光片业务。公司现有 PVA 光学膜产能 500 万平方米/年，在建的年产 700 万平方米/年 PVA 光学膜项目是公司“十四五”发展规划第一批十大新材料项目中的重点项目之一，同时新建 700 万平方米/年偏光片项目，预计 2021 年下半年建成。目前国内 PVA 光学膜及偏光片市场基本被日韩企业占据，进口替代空间大，随着公司产品的逐步放量，未来将提升业绩和估值空间。
- 给予“强烈推荐-A”投资评级。预计 2021~2023 年公司归母净利润分别为 9.8 亿、11.7 亿、12.7 亿元，EPS 分别为 0.51、0.61、0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 9、8、7 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”投资评级。

□ 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。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	6356	7054	7752	8691	9422
同比增长	9%	11%	10%	12%	8%
营业利润(百万元)	431	697	1109	1325	1436
同比增长	178%	62%	59%	19%	8%
净利润(百万元)	385	611	976	1167	1265
同比增长	196%	59%	60%	20%	8%
每股收益(元)	0.20	0.32	0.51	0.61	0.66
PE	23.0	14.5	9.1	7.6	7.0
PB	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

一、公司总体概况.....	4
1、坚持 PVA 主业，不断延伸产业链.....	4
2、近年来经营业绩保持快速增长.....	5
二、PVA 竞争格局改善，公司龙头地位突出.....	6
1、PVA 是水溶性高分子聚合物，应用广泛.....	6
2、行业集中度大幅提高，供需关系持续趋紧.....	8
3、持续拓展 PVA 产业链，增强公司成长性.....	10
三、PVA 光学膜及偏光片将迎来收获期.....	11
1、PVA 光学膜及偏光片进口替代空间大.....	12
2、LCD 产业向国内转移，带动上游需求提升.....	14
3、公司 PVA 光学膜实现突破，新项目即将投产.....	15
四、关键假设和投资建议.....	16
1、关键假设.....	16
2、投资建议.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图 1：公司上下游产业链图.....	4
图 2：2020 年底公司股权结构图.....	5
图 3：公司近几年营业收入情况.....	6
图 4：公司近几年归母净利润情况.....	6
图 5：2020 年公司营业收入构成.....	6
图 6：近几年公司主营业务毛利率.....	6
图 7：PVA 生产工艺流程图.....	7
图 8：全球聚乙烯醇（PVA）消费结构.....	8
图 9：中国聚乙烯醇（PVA）消费结构.....	8
图 10：中国 PVA 产能产量情况.....	8
图 11：中国 PVA 进出口量及消费量.....	8
图 12：PVA 上游原材料价格变化.....	10
图 13：近几年国内 PVA 价格指数.....	10

图 14: 液晶面板产业链上中下游.....	12
图 15: 偏光片膜层结构	12
图 16: 偏光片原材料成本构成	12
图 17: PVA 光学膜主要厂商产能占比.....	13
图 18: PVA 光学膜全球市场规模估计值 (亿元)	13
图 19: 液晶面板的成本构成	13
图 20: 偏光片主要产能的区域分布	13
图 21: 偏光片全球市场规模及增速	14
图 22: 偏光片国内市场规模及增速	14
图 23: 全球大尺寸面板出货面积 (亿平方米)	14
图 24: 液晶电视面板平均尺寸变化趋势	14
图 25: 2019 年主要企业大尺寸面板出货量占比	15
图 26: 中国及全球 LCD 产能变化.....	15
图 27: 皖维高新历史 PE Band.....	18
图 28: 皖维高新历史 PB Band.....	18
表 1: 公司现有产品及产能情况.....	4
表 2: 三种 PVA 生产工艺路线比较	7
表 3: 2020 年国内主要 PVA 产品装置状况.....	9
表 4: 国内部分被淘汰的 PVA 企业产能	9
表 5: 2020 年中国以外主要 PVA 产品装置状况	9
表 6: 公司 PVA 光学膜及偏光片新产能情况.....	16
表 7: 主营业务销售收入结构预测.....	16
表 8: 估值对比表 (截至 2021.6.8)	17
附: 财务预测表	19

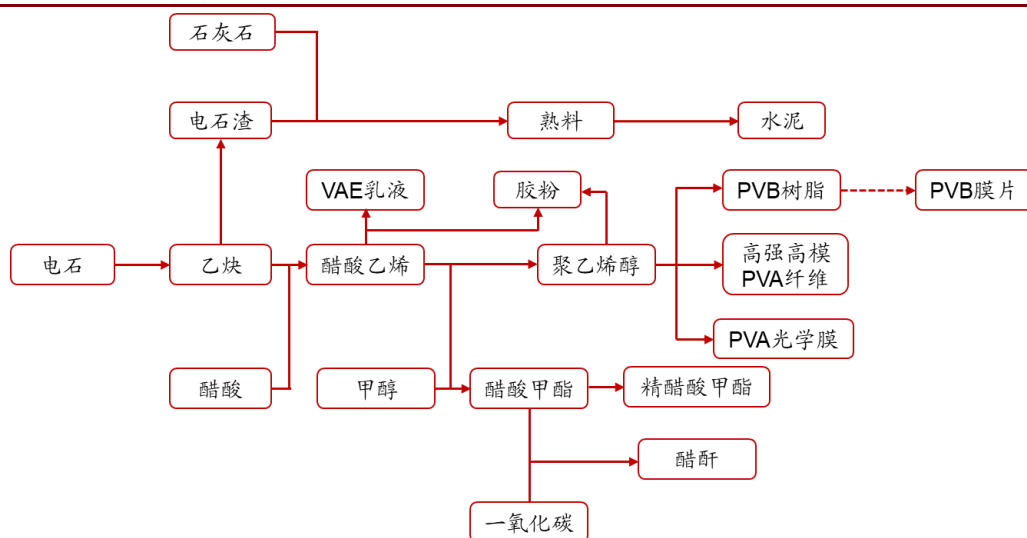
一、公司总体概况

安徽皖维新材料股份有限公司是安徽皖维集团有限责任公司的核心企业，1997 年 5 月上市，主营聚乙烯醇（PVA）及其衍生产品的研发、生产和销售，近几年公司发展进入快车道，持续推进企业高质量发展。

1、坚持 PVA 主业，不断延伸产业链

公司以聚乙烯醇产业为核心，持续打造产业链一体化。公司深耕聚乙烯醇（PVA）主业，按照“延伸产业链、拓展产业面”的发展方向，立足 PVA 产业链、做大做强主业，逐步建成了化工、化纤、新材料、建材四大主业，基本形成电石-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、电石-电石渣-水泥熟料、PVA-醋酸甲酯（副产物）-醋酐/乙醇等产品链，产品主要应用于粘合剂、纺织浆料、造纸、薄膜、土壤改良剂、食品包装、建材、医药、制革、造纸、电子、环保等行业。

图 1：公司上下游产业链图



资料来源：公司公告、招商证券

公司是目前国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最齐全的 PVA 系列产品生产商。公司多年来专注于 PVA 及相关产品的开发、生产与销售，PVA 产品的产销量和市场占有率均超过国内市场的 30%，产能位居全国第一、世界前列；高强高模 PVA 纤维产品产销量位居全国第一，达到国内总量 60%以上，国际市场占有率 45%左右；PVA 光学膜国内首创，公司瞄准 PVA 光学膜“卡脖子”项目，采取产学研合作等多种方式，全面推进传统产业转型升级，将公司打造成 PVA 行业领军企业；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，公司综合实力位居国内同行业首位。

表 1：公司现有产品及产能情况

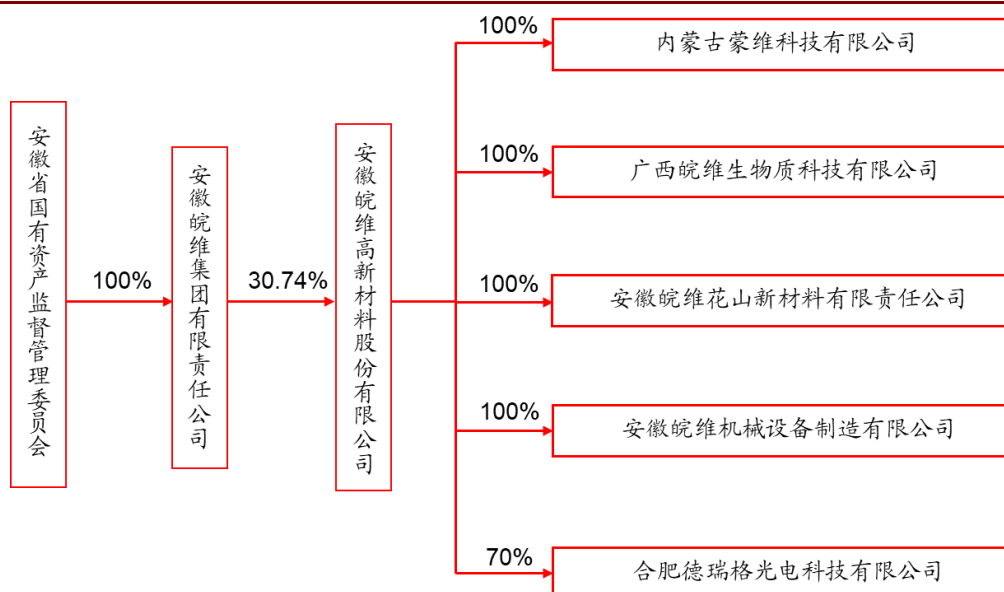
分行业	分产品	产能（万吨/	备注
化工行业	聚乙烯醇	31	分布于安徽、内蒙古、广西三大基地

	聚酯切片	4	在建产能 3.5 万吨/年
	VAE 乳液	6	
	胶粉	2	在建产能 2 万吨/年
	醋酸乙烯	45	
	电石	45	
	PVB 树脂	2	其中 2020 年底新投产产能 1 万吨/年
	PVA 光学膜	500	在建 700 万平方米/年
	偏光片	—	在建 700 万平方米/年
化纤行业	PVA 超短纤	3.5	
建材行业	水泥及熟料	450	

资料来源：公司公告、招商证券

公司现有三大生产基地各具特色,为企业发展壮大提供充足空间。公司经过多年的发展,已经构建完成“一体两翼”的战略发展格局,完成了各大产业链协同发展的布局,为公司参与市场竞争赢得了先发优势。在内蒙古,依托煤电资源优势,建设蒙维科技煤化工基地,实现了“电石-醋酸乙烯-PVA”产业链一体化;在广西,依托生物质资源优势,建设广西皖维生物质化工基地;在安徽,依托本部及集团技术创新优势,建设新型化工产业及高端新材料产业基地。

图 2: 2020 年底公司股权结构图

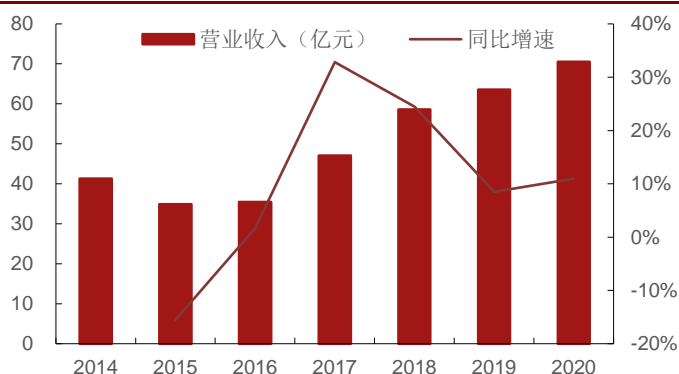


资料来源：公司公告、招商证券

2、近年来经营业绩保持快速增长

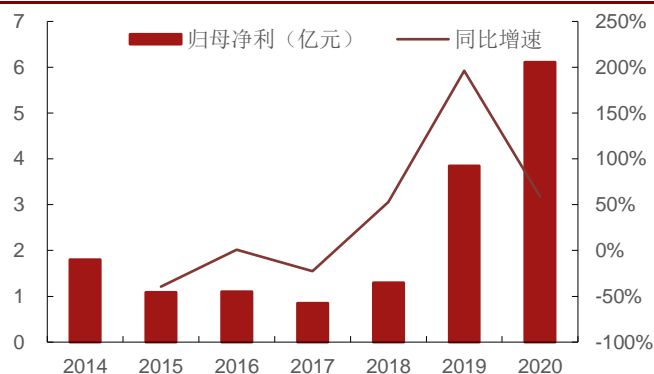
近几年公司收入规模稳步提升,经营业绩大幅增长。2020 年公司营业收入 70.4 亿元,同比增长 11%,2014 年以来年均增长 9.3%;归母净利润 6.1 亿元,同比增长 58.7%,2014 年以来年均增长 22.6%,2019 年公司资产减值损失和信用减值损失合计 2.44 亿元,2018 年开始 PVA 行业格局改善,产品价格进行上行通道。近几年通过技术创新,公司开发的高端 PVA 产品创造了较好的经济效益。

图 3: 公司近几年营业收入情况



资料来源: 公司公告、招商证券

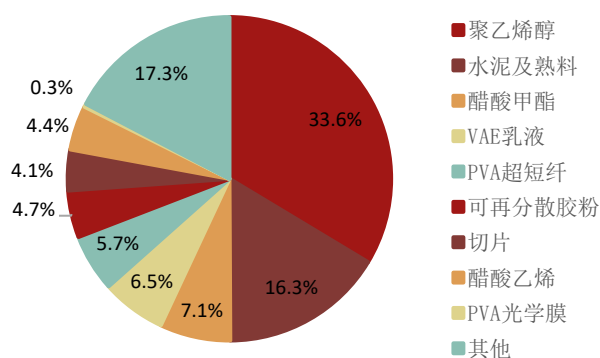
图 4: 公司近几年归母净利润情况



资料来源: 公司公告、招商证券

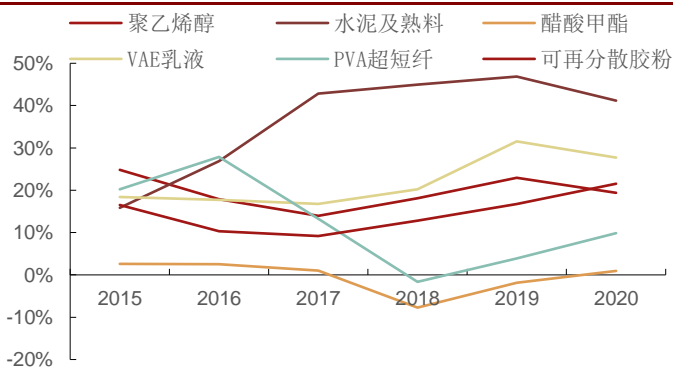
目前聚乙烯醇及水泥熟料为主要收入和利润来源。2020 年公司聚乙烯醇、水泥及熟料收入占比分别为 33.6%、16.3%，毛利润占比分别为 32.5%、33.4%。从盈利能力看，2020 年公司聚乙烯醇、水泥及熟料毛利率分别为 19.4%、41.2%，VAE 乳液、可再分散胶粉毛利率分别 27.7%、21.5%。公司利用 PVA 生产过程中的固废电石渣烧制水泥，走出了一条绿色循环经济之路；打破了传统的余热发电综合利用方式，将水泥窑余热收集经低温锅炉转化为蒸汽直接送给化工生产使用。

图 5: 2020 年公司营业收入构成



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 近几年公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

二、PVA 竞争格局改善，公司龙头地位突出

1、PVA 是水溶性高分子聚合物，应用广泛

PVA 是一种水溶性高分子聚合物，由醋酸乙烯经聚合醇解而制成。PVA 树脂系列产品为白色固体，外型分絮状、颗粒状、粉状三种，可在 80--90℃水中溶解，其水溶液有很好的粘接性和成膜性，形成的膜具有优异的接着力、耐溶剂性、耐摩擦性、伸张强度与氧气阻绝性。由于具有亲水基和疏水基两种官能基团，因此是具有界面活性的物质，所以 PVA 可以作为高分子乳化、悬浮聚合反应时的保护胶体。PVA 在纺织、食品、医药、建筑、木材加工、造纸等行业有着广泛的应用前景。

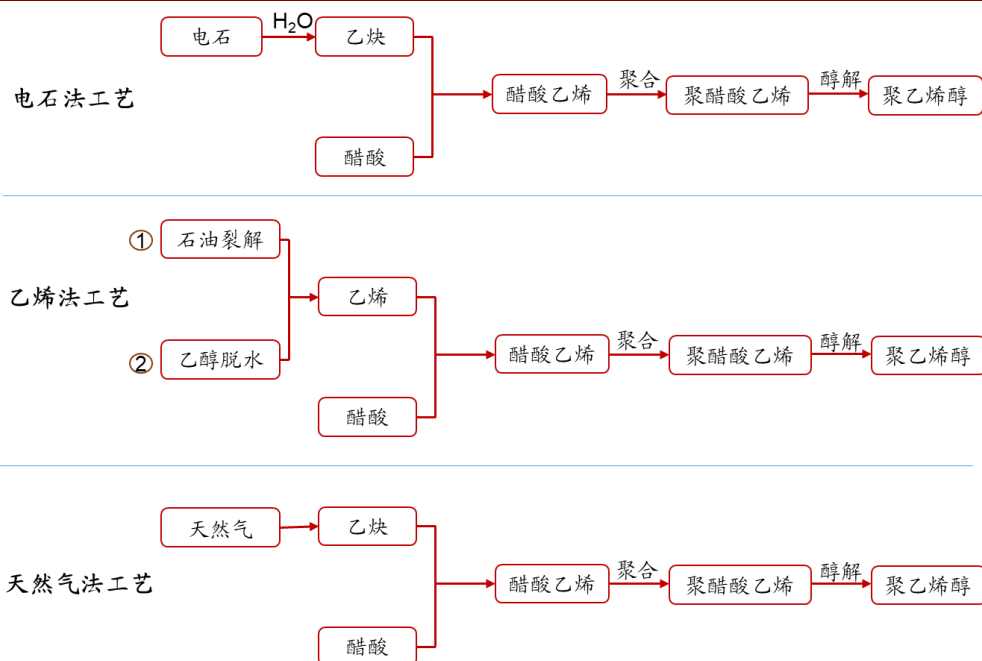
国内 PVA 生产工艺以电石法为主，综合竞争力强。根据醋酸乙烯（VAC）合成原料的不同，PVA 生产工艺分为电石法、乙烯法、天然气法三大类。

(1) 电石乙炔法工艺是最早实现工业化生产的，其工艺特点是操作简单、产率高、副产物易于分离，生产成本低，但是电石渣会对环境造成污染，环保处理难度大。

(2) 乙烯法工艺是由石油裂解或者乙醇脱水制乙烯合成，该工艺由日本可乐丽公司首次开发成功并用于工业化生产。目前国际上 PVA 生产工艺路线以乙烯法为主，约占国外总产能 70%，该工艺产品质量好，设备易于维护、管理和清洗、热能利用高。

(3) 天然气乙炔法工艺具有技术成熟、生产的乙炔利于综合利用等优点，但该路线投资和技术难度都比较大，全世界具有该工艺的生产企业很少，国内仅有中石化集团重庆川维化工公司采用该工艺进行生产。

图 7: PVA 生产工艺流程图



资料来源：百川盈孚、招商证券

表 2: 三种 PVA 生产工艺路线比较

原料路线	石油乙烯法	天然气乙炔法	电石乙炔法
反应方式	固定床气相法	固定床气相法	沸腾床气相法
反应温度/°C	150-200	170-210	170-210
原料摩尔比	乙烯: 醋酸: 氧= 9:4:1.5	乙烯: 醋酸= 1:(6-8)	乙烯: 醋酸= 1:(2-4)
催化剂组成	钨、金贵金属	醋酸锌/活性炭	醋酸锌/活性炭
催化剂寿命/月	5-6	3	5-6
单程转化率/%	15-20	60-70	30-35
优点	副产物少，设备腐蚀性小，催化剂活性高，产品质量好	热能利用好，催化剂廉价易得，副反应少	技术成熟，投资少，催化剂廉价易得
缺点	催化剂贵重	工艺复杂，投资成本高	电石污染严重

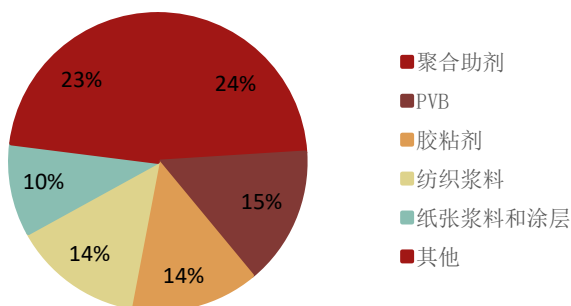
资料来源：立鼎产业研究中心、招商证券

聚合助剂、织物浆料和胶粘剂为 PVA 下游主要消费市场。PVA 全球消费结构为：聚合助剂约占 24%、聚乙烯醇缩丁醛（PVB）约占 15%、胶粘剂约占 14%、纺织浆料约占 14%、纸张浆料和涂层约占 10%。PVA 中国消费结构为：聚合助剂约占 38%、织物浆料约占 20%、胶粘剂约占 12%、维纶纤维约占 11%、造纸浆料和涂层约占 8%、

建筑涂料约占 5%，综合来看，PVA 下游应用领域广泛，需求较为刚性。

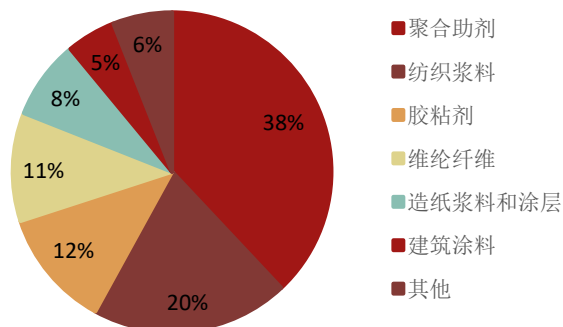
PVA 在可降解塑料领域的应用有望进一步打开市场需求空间。水溶性 PVA 薄膜是国际上的一种新型塑料产品，它利用了 PVA 的成膜性、水和生物两种降解特性，可完全降解为 CO₂ 和 H₂O，是名符其实的绿色高新环保包装材料，随着 PVA 技术进步及机械性能的提高，可降解的 PVA 基塑料具有广泛的潜在应用前景。

图 8：全球聚乙烯醇（PVA）消费结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：中国聚乙烯醇（PVA）消费结构

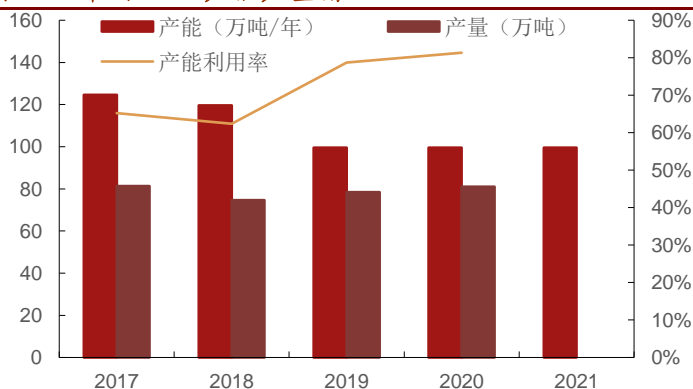


资料来源：公司公告、招商证券

2、行业集中度大幅提高，供需关系持续趋紧

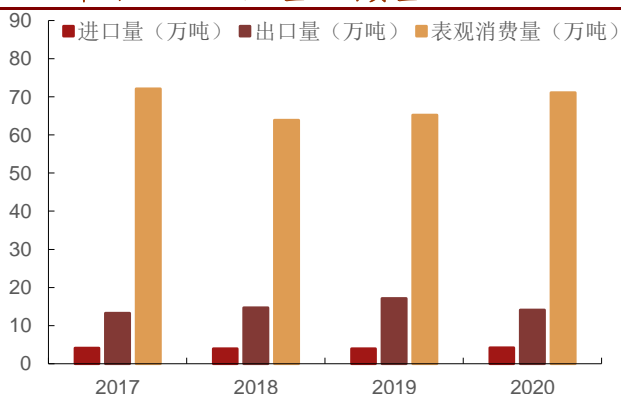
PVA 行业供给收缩但需求增长，供需关系持续趋紧。2020 年我国大陆地区 PVA 总产能 99.6 万吨/年，较 2017 年下降约 20%，受供给侧改革及环保督察等影响，过去几年行业落后产能逐步退出；2020 年我国 PVA 实际产量约 81 万吨，产能利用率 81.3%，表观消费量 71 万吨，同比增长 8.9%，行业供需关系趋紧。目前中国是全球最大的 PVA 生产国和消费国，2020 年 PVA 出口量 14.1 万吨，约占国内总产量 17.4%。

图 10：中国 PVA 产能产量情况



资料来源：公司公告、百川盈孚、招商证券

图 11：中国 PVA 进出口量及消费量



资料来源：百川盈孚、招商证券

PVA 行业集中度大幅提高，未来几年基本没有新增产能。经过多年的行业洗牌，PVA 行业主要生产企业由十几家下降至目前仅剩五家，包括皖维高新、中国石化集团、台湾长春集团、内蒙古双欣和宁夏大地等，生产企业市场控制力大幅增强，其中皖维高新产能占比约 31%，行业龙头地位稳固。受限于环保安全等因素，原材料电石等高耗能行业发展受到严格限制，同时 PVA 行业长期洗牌后竞争格局稳定，未来几年我国 PVA 行业基本没有新增产能，供需关系将持续向好。

表 3: 2020 年国内主要 PVA 产品装置状况

生产厂家	生产工艺	产能 (万吨)	装置运行
上海石化股份有限公司化工事业部	石油乙烯法	4.6	部分运行
中国石化集团重庆川维化工有限公司	天然气乙炔法	16	运行
	电石乙炔法	6.0 (安徽)	运行
安徽皖维高新材料股份有限公司	生物乙烯法	5.0 (广西)	运行
	电石乙炔法	20.0 (内蒙古)	运行
台湾长春集团	石油乙烯法	12.0 (江苏)	运行
宁夏大地循环发展股份有限公司	电石乙炔法	13	运行
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	电石乙炔法	13	运行
中国石化长城能源化工 (宁夏) 有限公司	电石乙炔法	10	运行
合计		99.6	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 国内部分被淘汰的 PVA 企业产能

企业名称	产能 (万吨/年)	淘汰时间	所在省份
三维集团	10	2018/4/1	山西
湖南湘维	9	2017/5/14	湖南
福建福维股份	6	2013/1/20	福建
江西化纤	4	2011/9/13	江西
贵州水晶	3	2011/1/1	贵州
兰州兰维	3	2008/1/1	甘肃
云南云维	2.8	2013/8/1	云南
北京有机	2.7	2012/7/1	北京
石家庄化纤	2	2016/8/1	河北
合计	42.5		

资料来源: 卓创资讯、招商证券

国外 PVA 生产企业主要采用乙烯法工艺, 未来可能逐步退出传统市场。2020 年全球 PVA 产能主要集中在中国、日本、美国等少数几个国家和地区, 总产能约 185 万吨/年, 实际产量 135 万吨左右, 其中亚太地区产量全球占比 85%以上。从全球 PVA 市场变化看, 未来其他国家或地区的 PVA 产能将逐步减少, 国际 PVA 生产巨头均已转向生产高附加值的 PVA 下游产品, 逐步退出传统 PVA 产品市场, 中国在全球传统 PVA 产品市场的地位越来越重要。近年来, 国外老牌 PVA 生产商如可乐丽、塞拉尼斯、杜邦等均已不再新增常规用 PVA 产能, 转而发展 PVA 下游新型应用材料, 国内中东部 PVA 生产商也因其成本较高而陆续关停或转产。

表 5: 2020 年中国以外主要 PVA 产品装置状况

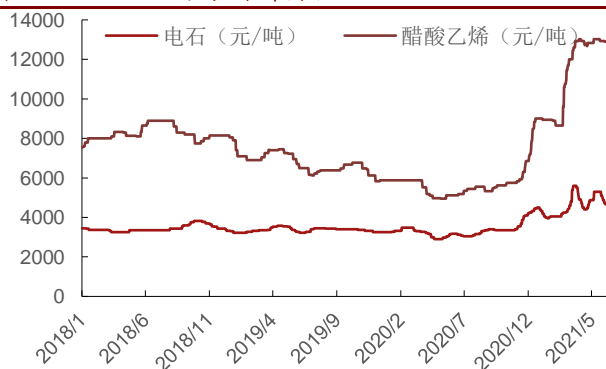
国家或地区企业名称	装置规模 (万吨)	工艺路线	备注
日本可乐丽株式会社	25.8	乙烯法	日本冈山 9.6 万吨, 日本柏崎 2.8 万吨, 德国法兰克福赫斯特 9.4 万吨, 美国得克萨斯 4.0 万吨
朝鲜顺川工厂	1	电石乙炔法	
朝鲜“二八”维尼纶厂	0.5	电石乙炔法	
日本积水化学工业株式会社	15	乙烯法	西班牙 Tarragona 4.0 万吨, 美国塞拉尼斯 10 万吨 (其中 Calvert 5.5 万吨, Pasadena 4.5 万吨), 日本本土 1 万吨

日本合成化学工业株式会社	7	乙烯法	
日本 DK (DS Poval) 株式会社	3	乙烯法	电气合成与积水合资
日本尤尼吉卡 (JVP)	7	乙烯法	
美国杜邦公司	6.5	乙烯法	
美国首诺公司	2.8	乙烯法	欧洲 1.6 万, 本土 1.2
英国辛塞默	1.2	乙烯法	
德国瓦克	1.5	乙烯法	
KAP (新加坡)	4	乙烯法	可乐丽与合成化学合资
合计	75.3		

资料来源: 公司公告、招商证券

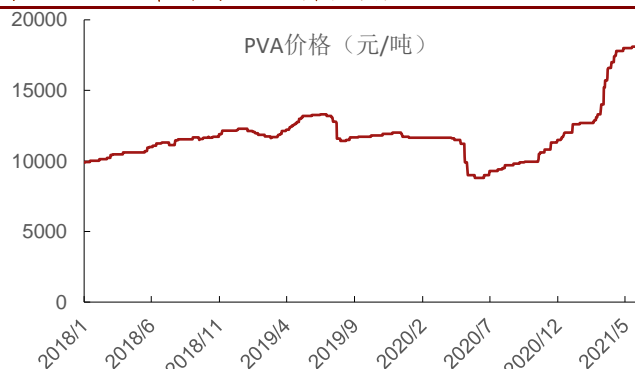
PVA 价格大幅上涨, 持续看好行业景气度提升。PVA 行业经过多年调整, 2018 年开始逐步进入景气上行周期, 2020 年初受疫情影响价格有所下降, 6 月份开始触底反弹。当前 PVA 市场价 18100 元/吨, 2021 年初以来累计上涨 51%, 特别是 3 月份以来加速上涨, 主要是 PVA 原材料电石及醋酸乙烯价格大幅上行, 从而推动 PVA 价格加速上涨, 公司内蒙古基地拥有“电石-醋酸乙烯-PVA”产业链一体化优势, 充分受益于 PVA 价格上涨。由于未来几年电石生产将受到严格限制, PVA 成本支撑性强, 行业供需关系持续趋紧, 同时行业龙头企业对市场的控制力增强, 看好 PVA 行业景气度进一步提升。

图 12: PVA 上游原材料价格变化



资料来源: Wind 资讯、招商证券

图 13: 近几年国内 PVA 价格指数



资料来源: 百川盈孚、招商证券

3、持续拓展 PVA 产业链, 增强公司成长性

围绕 PVA 产业链, 公司持续拓展下游相关产品。目前公司 PVA 下游相关产品主要包括高强高模 PVA 纤维、PVB 树脂、可再分散乳胶粉、VAE 乳液、PVA 光学膜、偏光片等。

(1) 高强高模 PVA 纤维:

高强高模 PVA 纤维是一种高性能纤维产品, 具有良好的力学性能、生物相容性和无毒性。由于其亲水性较好, 在碱性水泥浆中分散性好, 特别是其较独特的表面结构使其具有良好的机械结合性, 强度可达石棉增强水泥的 2.5 倍以上, 因此可用于水泥、陶瓷建筑材料的增强。从纤维的长度看, 高强高模 PVA 纤维作为石棉的替代材料对人体无害, 被誉为“绿色环保产品”, 并以其高模量、高强度、耐酸碱、抗老化、无污染等优点, 在建材、建筑、制革、橡胶、医疗器械等领域具有广泛用途。

目前全球生产高强高模 PVA 纤维的企业主要有日本可乐丽、日本尤尼契卡、马来西亚 JTC、皖维高新、重庆川维、内蒙古双欣、宁夏大地等, 总产能约 12 万吨/年。2020 年全球高强高模 PVA 纤维需求量约 8 万吨, 其中约 7 万吨用于建材领域, 主要用于替代

石棉，少量用于混凝土行业，预计到 2025 年全球高强高模 PVA 纤维需求量可达到 10 万吨/年，年均复合增长约 5%。截至 2020 年底，公司高强高模 PVA 产品产能 3.5 万吨/年，2020 年实现产量 2.64 万吨，全部用于出口。

（2）PVB 树脂：

PVB 树脂主要用于汽车以及建筑业制造夹层安全玻璃，能够吸收一定的冲击能，而且这种材料隔音效果好，抗紫外线，下游约 89%用于生产建筑以及汽车行业的安全玻璃。目前 PVB 树脂全球 80%的市场份额被美国首诺、日本积水化学、美国杜邦和日本可乐丽四家企业占据，其中，首诺的产品主要应用于汽车以及建筑业，积水的产品主要用于汽车行业，可乐丽和杜邦则在新兴的光伏材料应用中占据重要位置。由于 PVB 树脂生产技术的复杂性，这四家企业垄断着汽车、建筑安全玻璃的膜片及航空、电子等高尖端产品对 PVB 树脂的需求，售价超过 8 万元/吨，利润极其丰厚。

目前我国 PVB 树脂生产企业规模偏小，全国十多家企业产量约 7.2 万吨，品质一般，多用在建筑领域。中国在安全玻璃方面，每年 PVB 树脂需求达 10 万吨以上，随着高层建筑行业的发展，幕墙玻璃对 PVB 树脂的需要将呈现显著增长态势，预计 2022 年我国 PVB 树脂总需求量将达到 15 万吨，对应市场规模约 22 亿元，其中膜用 PVB 树脂将超过 13 万吨。截至 2020 年底，公司 PVB 树脂产能 2 万吨/年（其中 2020 年 12 月年产 1 万吨汽车级 PVB 树脂项目建成投产）。

（3）可再分散乳胶粉：

可再分散乳胶粉主要应用于外墙保温、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，极大地改善了传统建筑材料的性能。目前国内可再分散乳胶粉产能达到 15 万吨/年，需求量约 10 万吨，年均需求增速 10%左右，生产厂家主要为德国瓦克、美国阿克苏、台湾大连化学、皖维高新四家。中国每年约有 20 多亿平方米的新建建筑，还有几百亿平方米的存量建筑需要改造，随着国家建筑节能法律法规的实施和预拌干混砂浆技术的大力推广，以及各地对建筑砂浆在工地现场搅拌的限制，可再分散乳胶粉的应用必将得到大力发展，预计 2025 年国内需求量可达到 20 万吨。截至 2020 年底，公司全资子公司—皖维花山的可再分散乳胶粉产能 2 万吨/年，2020 年实际产量 2.85 万吨，2 万吨/年差别化可再分散乳胶粉项目正在建设中。

（4）VAE 乳液：

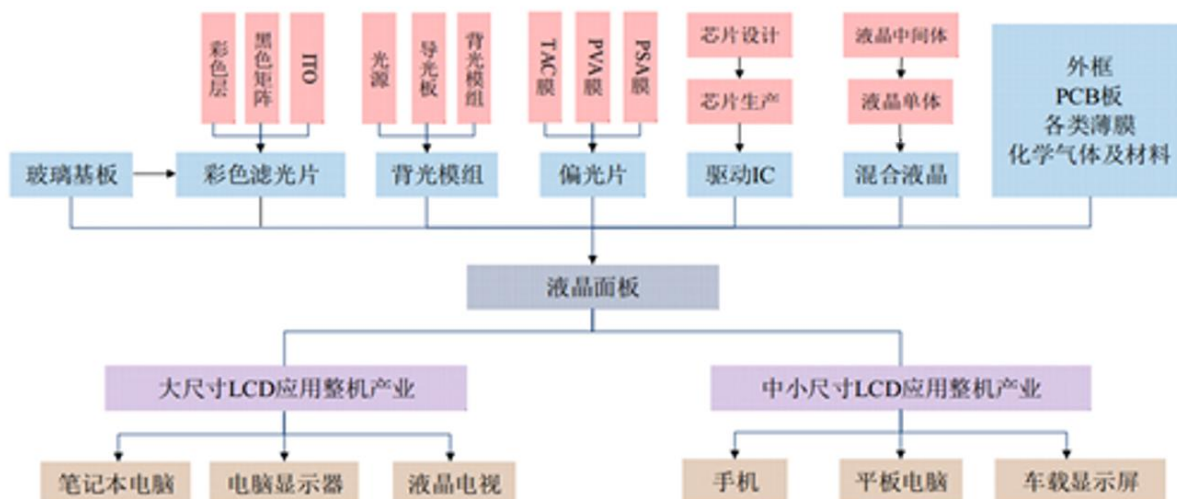
VAE 乳液外观呈乳白色或微黄色，具有永久性柔软、耐水、耐候、耐低温、粘合速度快、粘合强度高、使用安全无毒等优点，被广泛用于胶黏剂、外墙外保温、建筑防水、涂料、复合包装材料、建筑水泥砂浆改性、无纺布制造、纸张涂层以及各种极性与非极性材料的通用粘接等，其中胶黏剂是 VAE 乳液应用最多、市场需求量最大的领域。目前全球生产 VAE 乳液的企业主要有美国空气产品、美国塞拉尼斯、台湾大连化学、美国里奇霍德、瓦克化学（韩国）、北京有机化工厂、皖维集团、重庆川维，总产能达 214 万吨/年，另有约 20.6 万吨/年产能在建，15.5 万吨/年产能计划两年内新建。我国是 VAE 乳液的使用大国，存在较大的需求缺口，随着国家对建筑节能环保的重视，未来 VAE 乳液的市场需求将继续保持增长态势。截至 2020 年底，公司全资子公司—广西皖维的 VAE 乳液产能 6 万吨/年，2020 年实际产量 8.6 万吨。

三、PVA 光学膜及偏光片将迎来收获期

公司 PVA 光学膜及偏光片为液晶面板产业链上游原材料。液晶面板产业链可分为上游

基础材料制备、中游面板制造和下游终端产品制造三个环节。上游主要包括材料或元件的制备，主要包括液晶材料、玻璃基板、偏光片、背光源、自动化设备，光阻材料，膜材料，靶材，化工材料等；中游则主要是面板制造厂为主的加工制造，形成整块液晶面板模组；下游则是以各种领域各类应用终端为主的品牌商、组装厂商等。

图 14：液晶面板产业链上中下游



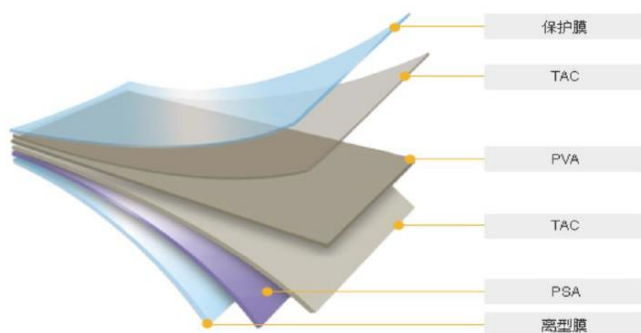
资料来源：瑞联新材招股说明书、招商证券研究所

1、PVA 光学膜及偏光片进口替代空间大

PVA 光学膜是液晶显示关键材料偏光片的核心膜材。PVA 具有高透明、高延展性、好的碘吸附作用、良好的成膜特性等特点，PVA 薄膜吸附碘的二向吸收分子后经过延伸配向，能起到偏振的作用，是偏光片的核心部分，对偏光片的偏光性能、透过率、色调等关键光学指标的性能有决定性作用，但 PVA 极易水解，因此需要在 PVA 的两侧各复合一层 TAC 薄膜进行防护。

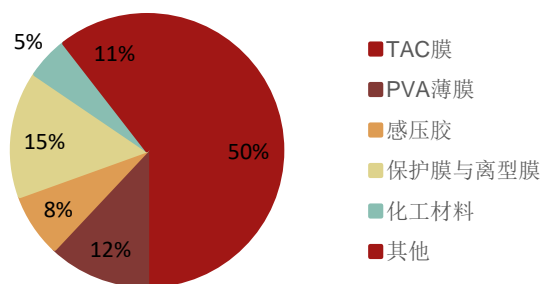
- (1) **偏光片有多层薄膜构成，原料成本占比较高。**偏光片原材料成本占生产成本 80%，原材料主要有 TAC 膜、光学级 PVA 薄膜、感压胶、保护膜和离型膜组成，其中 TAC 约占原料成本 50% 左右、光学级 PVA 薄膜占 12%、保护膜、离型膜 15%，化工材料 5%。

图 15：偏光片膜层结构



资料来源：公司公告、招商证券研究所

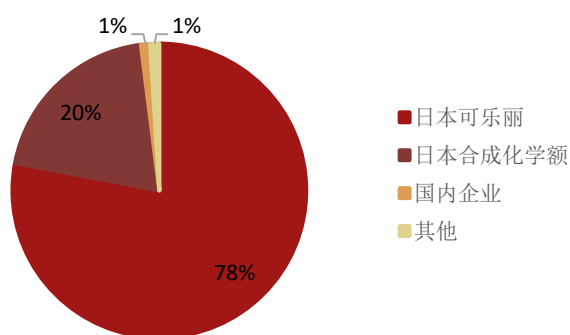
图 16：偏光片原材料成本构成



资料来源：公司公告、招商证券研究所

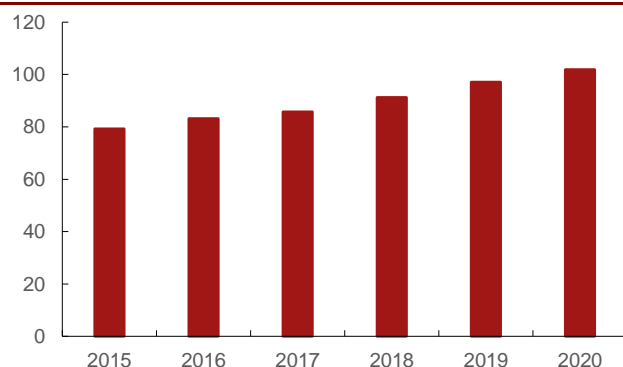
- (2) **PVA 光学膜具有较高的技术壁垒，全球市场呈现寡头垄断格局。**目前全球 PVA 光学膜市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断，其中可乐丽约占全球产能的 70~80%，并垄断了膜用 PVA 原料市场，剩下的 20% 几乎被日本合成化学掌握。国内仅有皖维高新、台湾长春建有少量窄幅膜供应，市场占有率不足 1%。随着全球液晶面板产能持续向国内转移，各大厂家对成本管控更加严格，对上游原材料国产化的需求也日益迫切。
- (3) **国内 PVA 光学膜需求持续增加，市场规模稳步增长。**2020 年全球 PVA 光学膜市场规模有望突破 100 亿元，近几年年均复合增长 5.1%。2020 年我国偏光片按产能计实际需求约 2.5 亿 m^2 ，考虑到裁剪和生产正常消耗，对应 PVA 薄膜需求量约 1.9 亿 m^2 ，按 25 元/ m^2 计，对应国内市场规模约 48 亿元。

图 17: PVA 光学膜主要厂商产能占比



资料来源：公司公告、招商证券研究所

图 18: PVA 光学膜全球市场规模估计值（亿元）

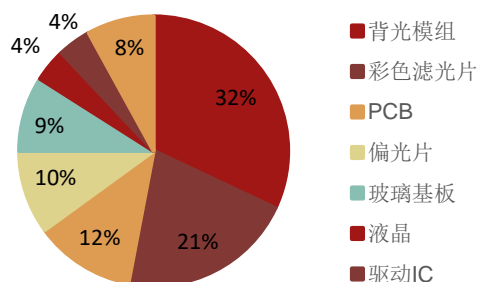


资料来源：金智创新、招商证券研究所

偏光片是液晶显示模组的重要组成部分，国内市场需求快速增长。自然光在通过偏光片时，振动方向与偏光片透过轴垂直的光将被吸收，透过光只剩下振动方向与偏光片透过轴平行的偏振光。液晶显示模组中有两张偏光片分别贴在玻璃基板两侧，下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光，上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光，产生明暗对比，从而产生显示画面，偏光片约占 TFT-LCD 面板成本 10% 左右。

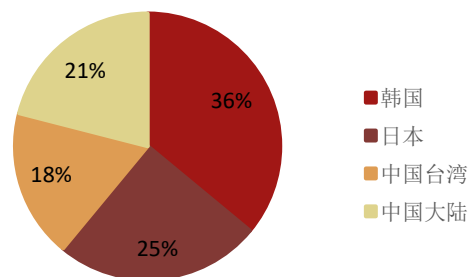
- (1) **偏光片产业集中在日韩、中国大陆和台湾地区。**目前全球偏光片主要生产商有日本电工、住友化学、三立、PALANOTEC、LG 化学、力特等。韩国偏光片在地产能居全球第一，主要企业包括住友化学在韩国的子公司东友精密化学、日东电工在韩国的子公司 Koreno 公司，LG 化学以及三星 SD。中国大陆产能约占 21%，主要企业包括 LG 化学（南京）信息电子材料有限公司、盛波光电、三利谱等。

图 19: 液晶面板的成本构成



资料来源：产业信息网、招商证券研究所

图 20: 偏光片主要产能的区域分布



资料来源：维科网、招商证券研究所

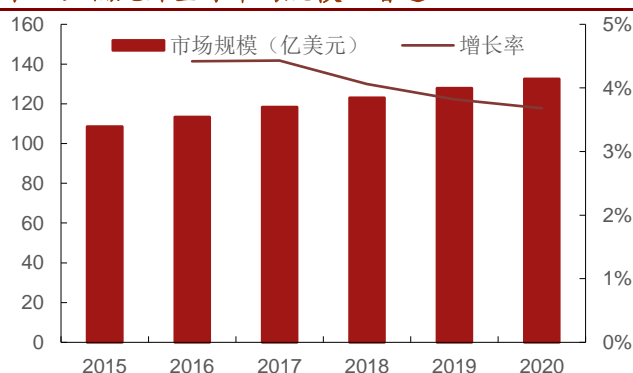
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

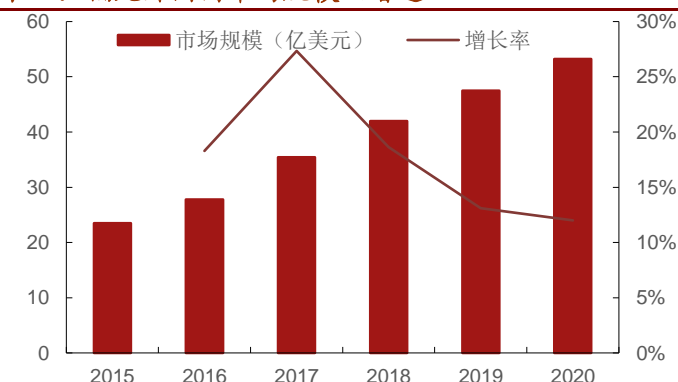
- (2) 偏光片全球市场规模稳步增长，国内市场增长较快。2020 年全球偏光片市场规模 132.5 亿美元，近几年年均复合增长 4.1%，全球产能规模约 7.27 亿 m^2 ，整体产能扩张趋于平稳，全球显示用偏光片的需求量为 5.4 亿平方米。2020 年中国偏光片市场规模 53.2 亿美元，近几年年均复合增长 17.8%。根据 IHS 预测，我国液晶面板在建和已投产线处于满载情况下，合计需要偏光片面积为 4.38 亿 m^2 ，而 2020 年我国偏光片产能仅 2.86 亿 m^2 ，供需缺口较大。我国偏光片研发技术落后，与液晶显示生产大国的地位不相称，国内大部分市场被日韩企业占据，国产替代空间大。

图 21：偏光片全球市场规模及增速



资料来源：金智创新、招商证券研究所

图 22：偏光片国内市场规模及增速

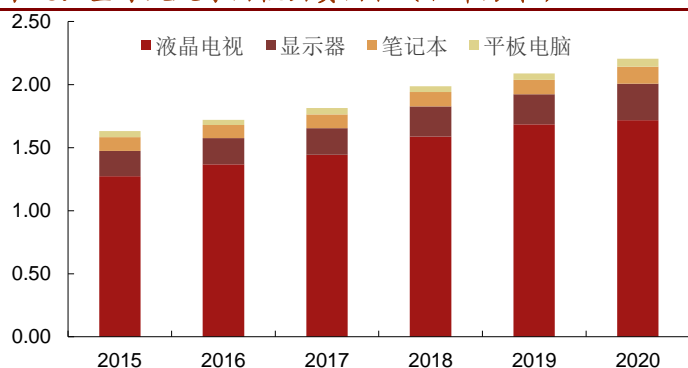


资料来源：金智创新、招商证券研究所

2、LCD 产业向国内转移，带动上游需求提升

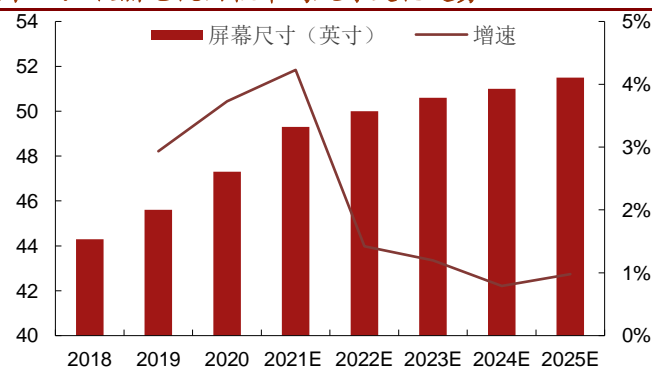
目前液晶面板仍是显示器市场主流，大尺寸面板出货面积持续增长。常见的显示技术包括 LCD（液晶显示器）、有机发光二极管显示器（OLED）、电泳显示器、以及新兴的 MicroLED（微型发光二极管）显示技术等。在大尺寸显示领域，液晶面板仍是显示器市场主流，受益于电视大尺寸化发展趋势，大尺寸面板出货面积持续增长。2020 年全球大尺寸面板出货面积 2.21 亿平方米，年均复合增长 6.3%，其中终端产品为液晶电视的需求占比约 78%。近几年大尺寸液晶电视面板出货量基本平稳，但出货面积持续增长，主要是液晶电视大尺寸化趋势，预计 2025 年液晶电视面板平均尺寸将达到 51.5 英寸，较 2018 年增长 16.3%。

图 23：全球大尺寸面板出货面积（亿平方米）



资料来源：wind 资讯、招商证券

图 24：液晶电视面板平均尺寸变化趋势



资料来源：Omdia、招商证券

全球液晶面板产能向中国大陆转移，PVA 光学膜及偏光片需求将大幅增长。2019 年全

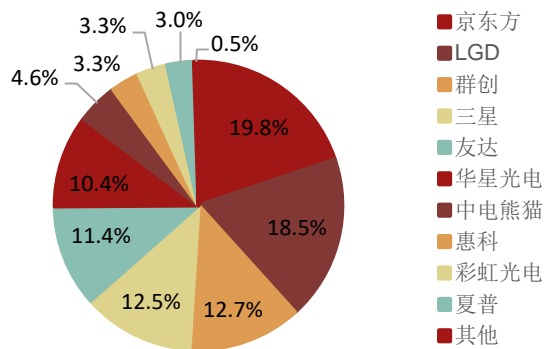
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

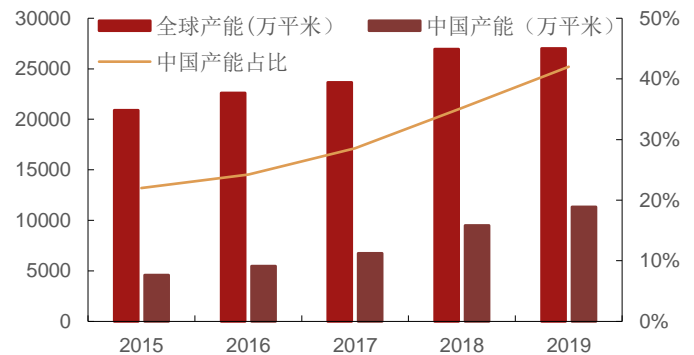
全球 LCD 面板产能 2.7 亿平方米/年，年均复合增长 6.6%，其中中国大陆产能年均复合增长 25.3%，全球产能占比超过 40%，全球液晶面板产能正逐步向中国大陆转移，中国台湾、韩国和日本的份额迅速缩小。2020 年国内规划在建、即将投产和已经投产 LCD 面板产线对偏光片需求量巨大，根据 DIGITIMES 预计，到 2025 年我国液晶面板产能全球占比将达到 71.6%，进一步带动上游 PVA 光学膜及偏光片需求增长。

图 25：2019 年主要企业大尺寸面板出货量占比



资料来源：产业信息网、招商证券研究所

图 26：中国及全球 LCD 产能变化



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券研究所

3、公司 PVA 光学膜实现突破，新项目即将投产

公司 PVA 光学膜技术不断突破，新建产能有望今年下半年投产。2014 年公司收购了控股股东皖维集团的 500 万平方米/年 PVA 光学膜生产装置，该生产线宽幅 1600 mm，产品主要应用于小尺寸液晶显示器（LCD）用偏光片、眼镜用偏光片等。经过几年的生产实践和技术攻关，公司完全掌握了符合 TN 级、STN 级偏光片要求的 PVA 光学膜产品生产技术，TFT 级 PVA 光学膜生产技术也取得重大突破。2020 年公司 PVA 光学膜产量 174.5 万平方米，2021 年产销量有望超过 300 万平方米，并实现盈利。

（1）目前公司 PVA 光学膜产品已进入国内主要偏光片生产企业的供应链体系，具备批量供货能力。随着国内液晶面板产业的迅速扩张，偏光片的国产化进程加速，国产偏光片进口替代的趋势日益明显，作为偏光片主要原材料的 PVA 光学膜，特别是大宽幅的 PVA 光学膜的国内需求量将会逐年增加。公司作为国内第一家自主研发、生产、销售 PVA 光学膜产品的企业，肩负着打破国外技术封锁，振兴民族新材料产业的重任，其业务量和产品需求必将大幅提升。

（2）为适应国内宽幅偏光片生产线对 PVA 光学膜的需求，加快偏光片国产化进程，实现 PVA 光学膜产品进口替代，公司投资新建 700 万平方米/年 PVA 光学膜项目，该生产线宽幅 3400 mm，产品可应用于大尺寸液晶显示器（LCD）的偏光片组。该项目总投资约 2.53 亿元，被列入安徽省“三重一创”重大工程之一，建成达产达标后，预计年销售收入 1.26 亿元，投资回收期 5.68 年。

投资建设偏光片项目，向 PVA 光学膜下游进一步延伸。公司现有的 500 万平方米/年 PVA 光学膜生产线已实现产业化，为实现产业链配套和共同发展，满足市场需求，公司投资新建 700 万平方米/年偏光片项目，为争取地方更多的扶持政策以及吸引社会资本参与，投资设立合肥德瑞格光电科技有限公司作为项目实施主体，上市公司持股 70%，开发区投资公司持股 30%。该项目总投资 3.5 亿元，建成达产达标后，可实现年销售收入 6.1 亿元，投资回收期 4.33 年。

表 6: 公司 PVA 光学膜及偏光片新产能情况

项目名称	投资额 (亿元)	投资主体	预计投产时间
700 万 m ² /年聚乙烯醇光学薄膜项	2.53	上市公司	2021 年下半年
700 万 m ² /年偏光片项目	3.50	合肥德瑞格光电科技有限公司, 公司持股 70%	2021 年下半年

资料来源: 公司公告、招商证券

四、关键假设和投资建议

1、关键假设

(1) 假设 2021~2023 年公司核心产品聚乙烯醇不含税销售均价分别为 13000 元、14000 元、14500 元/吨, 年销量保持 23 万吨。

(2) 假设 2021~2023 年公司水泥及熟料不含税销售均价保持 310 元/吨, 销量分别为 350 万、380 万、400 万吨。

(3) 假设 2021~2023 年公司 PVA 超短纤不含税销售均价保持 18000 元/吨, 年销量保持 2.6 万、3.0 万、3.5 万吨。

2、投资建议

表 7: 主营业务销售收入结构预测

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5857	6356	7054	7752	8691	9422
化工行业	4301	4666	5172	5725	6477	7031
化纤行业	436	347	372	468	540	630
建材行业	1003	1204	1070	1097	1190	1252
其他	117	139	440	462	485	509
收入增长率	24.5%	8.5%	11.0%	9.9%	12.1%	8.4%
化工行业	23.6%	8.5%	10.8%	10.7%	13.1%	8.6%
化纤行业	3.7%	-20.4%	7.1%	25.9%	15.4%	16.7%
建材行业	40.7%	20.0%	-11.1%	2.5%	8.5%	5.2%
其他	28.0%	18.8%	215.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	16.5%	22.4%	18.5%	23.5%	23.6%	23.4%
化工行业	11.5%	17.0%	14.2%	21.4%	21.7%	21.7%
化纤行业	-1.6%	3.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
建材行业	47.0%	48.0%	41.4%	41.5%	41.4%	41.4%
其他	9.1%	27.3%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

公司是国内 PVA 行业龙头, PVA 供需格局持续向好, PVA 光学膜及偏光片逐步进入收获期, 未来有望打造成新材料平台公司, 将提升公司业绩和估值空间。预计 2021~2023 年公司归母净利润分别为 9.8 亿、11.7 亿、12.7 亿元, EPS 分别为 0.51、0.61、0.66 元, 当前股价对应 PE 分别为 9、8、7 倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”投资评级。

表 8: 估值对比表 (截至 2021.6.8)

代码	公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E			
600309.SH	万华化学	3.2	6.1	6.7	-1%	90%	11%	36	19	17	6.5	17.2%	3570
002092.SZ	中泰化学	0.1	1.1	1.3	-57%	1563%	13%	151	9	8	1.1	-2.8%	221
002585.SZ	双星新材	0.6	0.9	1.2	315%	49%	30%	27	18	14	2.3	6.1%	192
601208.SH	东材科技	0.3	0.5	0.8	142%	69%	62%	53	32	20	4.1	6.4%	107
002876.SZ	三利谱	1.0	1.9	2.7	106%	85%	43%	52	28	20	4.9	4.4%	92
300566.SZ	激智科技	0.9	1.1	1.6	110%	29%	39%	39	30	22	9.3	13.8%	80
平均		1.0	1.9	2.4				60	23	17			

资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

1、产品价格下跌风险。目前公司主营的 PVA 产品受自身行业供需关系影响, 产品价格具有一定的周期性, 尽管目前环保政策限制新增产能, 如果未来行业政策发生变化或下游市场需求不足, 产品价格有下跌风险。

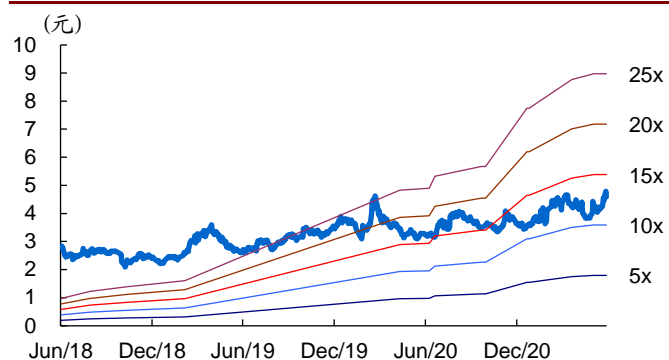
2、新产品工艺技术风险。经过多年发展, 公司产品结构日趋合理, 但由于技术本身的难度和复杂性, 新产品工艺需要逐步摸索、消化直至完全掌握, 新产品的市场也有待于开发, 同时卡脖子技术的攻关难度非常大, 公司仍可能面临因技术和产品品种更新换代所带来的不确定性。

3、能源、原材料供应风险。公司目前采用电石乙炔法为主的生产工艺, 能源消耗高、原材料价格波动大。虽然多年来, 公司在节能减排、发展循环经济、供应商管理等方面做了大量工作, 取得良好成效, 但煤化工产业属于对能源、资源依赖度较高的行业, 因此公司存在一定的能源、原材料供应风险。

4、环保风险。随着《新环保法》的实施, 国家对于环境保护的重视提升到了前所未有的高度。公司属于化工细分行业, 生产经营过程中伴随着三废的排放, 公司历来重视三废的处理及环境保护, 但对于偶发因素造成的“三废”的排放处理不当, 可能会对环境造成一定的污染, 从而给公司的正常生产经营带来影响。

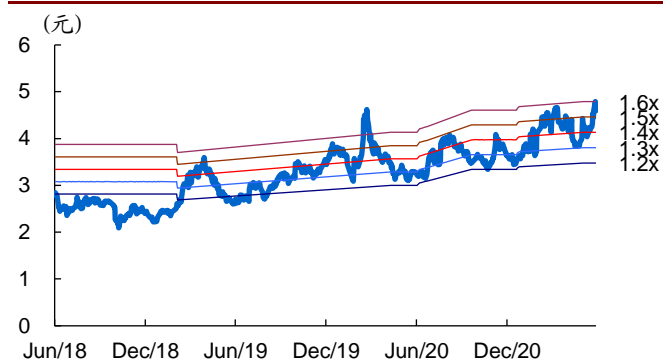
5、新项目不及预期风险。公司发展必将伴随着投资项目的新建, 任何新建项目在投资前都会认真市场调查, 并经过严格的可行性论证, 但由于投资项目本身的时效性, 宏观政策、市场环境、技术进步等因素随时可能变化, 使公司项目投资存在不确定性。

图 27: 皖维高新历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 28: 皖维高新历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2936	3933	2909	4179	5434
现金	982	1885	731	1741	2793
交易性投资	26	25	25	25	25
应收票据	914	833	916	1027	1113
应收款项	193	238	242	271	294
其它应收款	5	23	25	28	30
存货	580	530	539	604	655
其他	235	398	431	483	523
非流动资产	6378	6776	6511	6272	6056
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4300	4072	3856	3660	3484
无形资产	425	450	405	364	328
其他	1652	2254	2250	2247	2245
资产总计	9314	10708	9419	10450	11490
流动负债	2956	3712	1640	1796	1921
短期借款	1180	2013	0	0	0
应付账款	1172	1099	1134	1270	1379
预收账款	53	110	113	127	138
其他	551	491	392	399	405
长期负债	1221	1307	1307	1307	1307
长期借款	400	300	300	300	300
其他	821	1007	1007	1007	1007
负债合计	4177	5019	2946	3103	3228
股本	1926	1926	1926	1926	1926
资本公积金	1599	1599	1599	1599	1599
留存收益	1597	2149	2933	3807	4722
少数股东权益	15	15	15	15	15
归属于母公司所有者权益	5122	5674	6458	7333	8247
负债及权益合计	9314	10708	9419	10450	11490

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	980	1200	1325	1412	1503
净利润	385	611	976	1167	1265
折旧摊销	461	452	445	419	395
财务费用	100	93	76	13	5
投资收益	(28)	(16)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	89	53	(89)	(107)	(81)
其它	(27)	5	(1)	3	2
投资活动现金流	(859)	(1887)	(96)	(96)	(96)
资本支出	(322)	(722)	(179)	(179)	(179)
其他投资	(537)	(1166)	83	83	83
筹资活动现金流	(277)	723	(2382)	(306)	(355)
借款变动	(63)	764	(2113)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(48)	(116)	(193)	(293)	(350)
其他	(165)	74	(76)	(13)	(5)
现金净增加额	(155)	35	(1153)	1010	1051

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6356	7054	7752	8691	9422
营业成本	4934	5749	5933	6644	7213
营业税金及附加	56	53	66	74	80
营业费用	185	28	35	39	42
管理费用	252	215	271	304	330
研发费用	248	256	310	348	377
财务费用	107	96	76	13	5
资产减值损失	(244)	(42)	(34)	(27)	(22)
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
其他收益	72	63	63	63	63
投资收益	28	19	19	19	19
营业利润	431	697	1109	1325	1436
营业外收入	11	4	4	4	4
营业外支出	10	13	13	13	13
利润总额	433	688	1101	1317	1427
所得税	48	77	124	149	162
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	385	611	976	1167	1265

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	9%	11%	10%	12%	8%
营业利润	178%	62%	59%	19%	8%
净利润	196%	59%	60%	20%	8%
获利能力					
毛利率	22.4%	18.5%	23.5%	23.6%	23.4%
净利率	6.1%	8.7%	12.6%	13.4%	13.4%
ROE	7.5%	10.8%	15.1%	15.9%	15.3%
ROIC	6.8%	8.7%	15.5%	15.5%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	44.8%	46.9%	31.3%	29.7%	28.1%
净负债比率	19.6%	22.5%	3.2%	2.9%	2.6%
流动比率	1.0	1.1	1.8	2.3	2.8
速动比率	0.8	0.9	1.4	2.0	2.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	7.4	10.4	11.1	11.6	11.5
应收帐款周转率	4.8	6.5	7.0	7.1	7.0
应付帐款周转率	3.4	5.1	5.3	5.5	5.4
每股资料 (元)					
EPS	0.20	0.32	0.51	0.61	0.66
每股经营现金	0.51	0.62	0.69	0.73	0.78
每股净资产	2.66	2.95	3.35	3.81	4.28
每股股利	0.06	0.10	0.15	0.18	0.20
估值比率					
PE	23.0	14.5	9.1	7.6	7.0
PB	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.0	9.5	7.0	6.5	6.2

敬请阅读末页的重要说明

Page 19

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

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：招商证券基础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。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

曹承安：招商证券基础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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。