



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年12月13日

赛伍技术：薄膜高分子平台型公司，横向拓展潜力无穷

武浩 行业分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: +86 10 83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

陈磊 行业分析师

执业编号: S1500520090003

联系电话: +86 10 83326713

邮箱: chenleia@cindasc.com

核心观点

- **依托光伏优质赛道快速成长，光伏辅材技术引领者。**公司传统产品为光伏辅材，受益光伏平价时代到来，全球光伏新增装机规模快速增长，公司自研KPF型背板彰显市场地位，组件背板产品快速增长，公司对POE胶膜研究颇深，伴随着双面组件渗透率提升，POE胶膜有望实现量利齐升。
- **基于薄膜高分子材料打造技术平台，横向拓展空间巨大。**公司通过对材料技术深入研究，对薄膜形态应用场景充分挖掘，有望打造薄膜型高分子材料平台型公司，公司目前已布局3C和半导体、电力、交通等市场，并进入京东方、欧菲光、宁德时代、歌尔声学等优质客户供应体系，为长期业绩增长提供良好支撑。
- **产能快速扩张，优质赛道保障增长。**公司依靠光伏行业实现收入盈利快速释放，IPO通过扩张辅材产能，在光伏行业站稳头角，公司拥有背板产品产能约1.7亿平，至明年年中有望新增3.5亿平POE产能，充分受益于光伏行业增长，为公司未来横向拓展打下了扎实的基础。
- **盈利预测与投资评级：**
- 我们预计公司2020-2022年实现营收21.6、41.7和53.2亿元，同比增长1.1%、93.0%和27.7%，归母净利2.0、4.1和6.2亿元，同比增长5.3%、102.3%和52.4%，对应2020-2022年PE分别为72.0x、35.6x和23.3x，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：新冠疫情等导致全球光伏装机不及预期风险，产品价格波动导致公司盈利不及预期风险，原材料价格波动风险，技术路线变化风险。**

与市场不同之处

- **市场认为公司所处光伏背板细分市场空间有限，竞争激烈。**我们认为虽双面组件渗透率提升，但受益全球光伏新增装机规模增长，组件背板产品需求仍处于增长状态，公司自主研发的KPF型背板，兼具成本及耐候性优势，市占率有望持续提升。同时公司紧跟市场需求，开发透明背板产品，受益双面组件渗透率提升，未来将逐步放量。
- **市场认为胶膜环节市场格局稳定，对公司胶膜业务发展前景存疑。**我们认为公司专注POE胶膜市场，2018年实现量产后持续推进产品质量及生产工艺提升，毛利率呈明显增长趋势。公司至明年年中有望新增3.5亿平POE产能，成为双面组件渗透率提升过程的直接受益者。同时，长期看，公司意在打造薄膜型高分子材料平台型公司，布局3C和半导体、电力、交通等市场，已进入京东方、欧菲光、宁德时代、歌尔声学等优质客户供应体系，为长期业绩增长提供良好支撑。
- **市场认为平台型公司未来横向拓展存在较大风险。**薄膜功能性高分子材料应用领域广泛，我们认为公司基于对高分子材料核心技术的深入理解，确立四层扩散的经营理念，以材料设计、树脂改性、胶粘剂配方、界面技术、测试评价为基干技术，在不同行业之间的横向拓展，能够实现快速成长，同时公司在其他领域拓展顺利，下游认可度较高。

目录

- ① 薄膜高分子平台型企业，内生增长前景可期
- ② 首创KPF型光伏背板，全球销量第一
- ③ 依托背板延伸胶膜产品，POE将快速放量
- ④ 高分子材料平台企业，横向拓展支撑长期增长
- ⑤ 盈利预测及估值、风险因素

目录

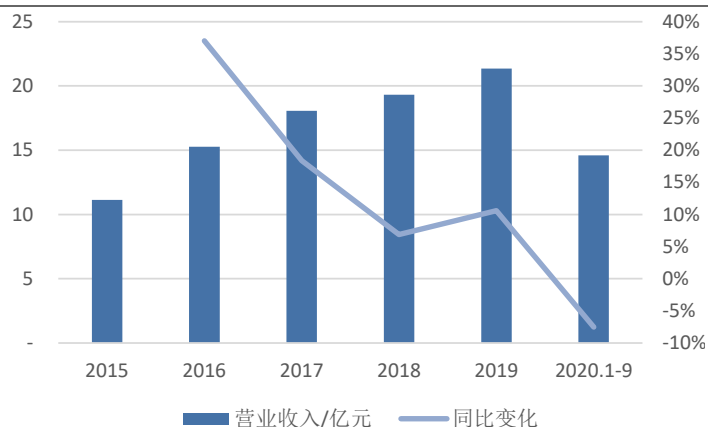
1

薄膜高分子平台型企业，内生增长前景可期

营收规模持续扩大，毛利率有望企稳回升

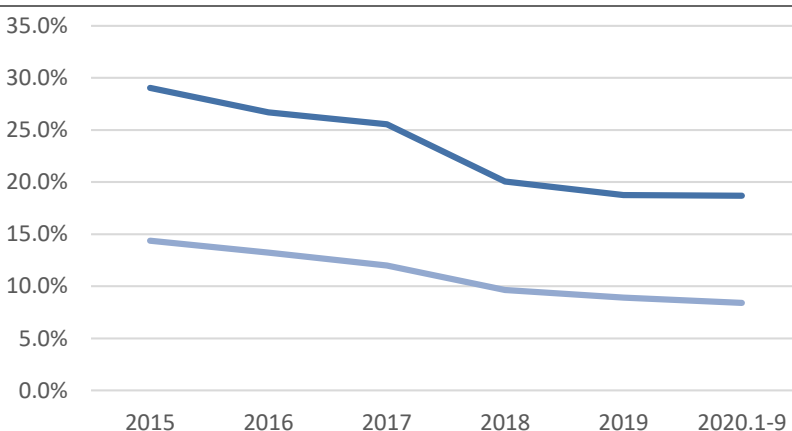
- 公司近年来营收规模持续扩大，产品品类日渐丰富。受益主力产品光伏组件背板销量放量，公司近年来营收规模持续增长，2015-2019年营收复合增速18%。同时，光伏封装胶膜、工业胶带和电子电气材料等产品逐步放量，非背板营收占比由2017年的2.9%提升至2019年的14.9%。
- 新品陆续上市，规模效应显性，公司毛利率有望企稳回升。公司2018年以来毛利率有所下行，主要受到2018年光伏政策变化加速产品价格下降，以及公司加速提升KPF型背板市占率等因素所致。同时，公司新品封装胶膜、修复胶带等于2018年量产，生产早期毛利率较低；工业胶带、电子电气材料与2019年进行技术改造，均对公司毛利率产生一定影响。

公司历年营收及同比变化



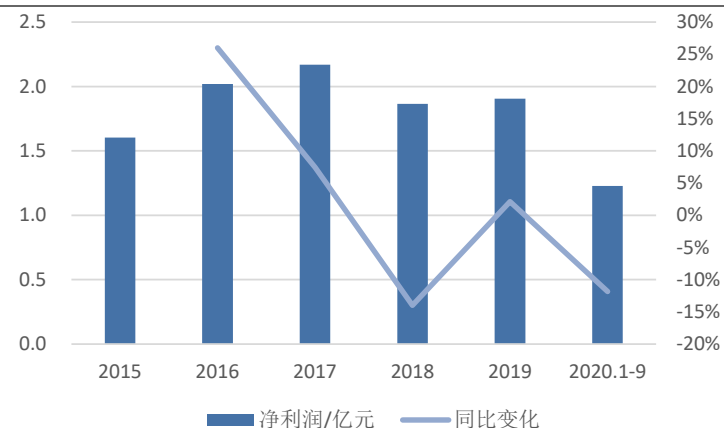
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司历年毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司历年净利润及同比变化

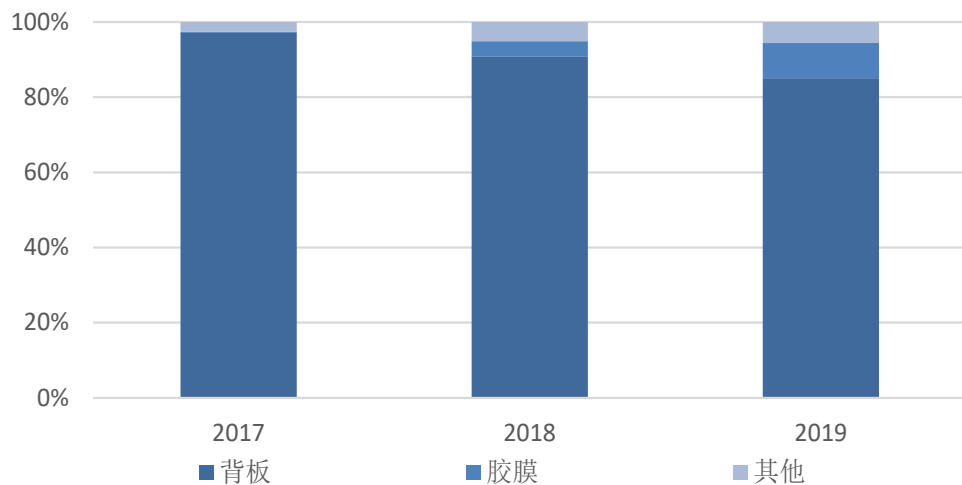


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

营收规模持续扩大，毛利率有望企稳回升

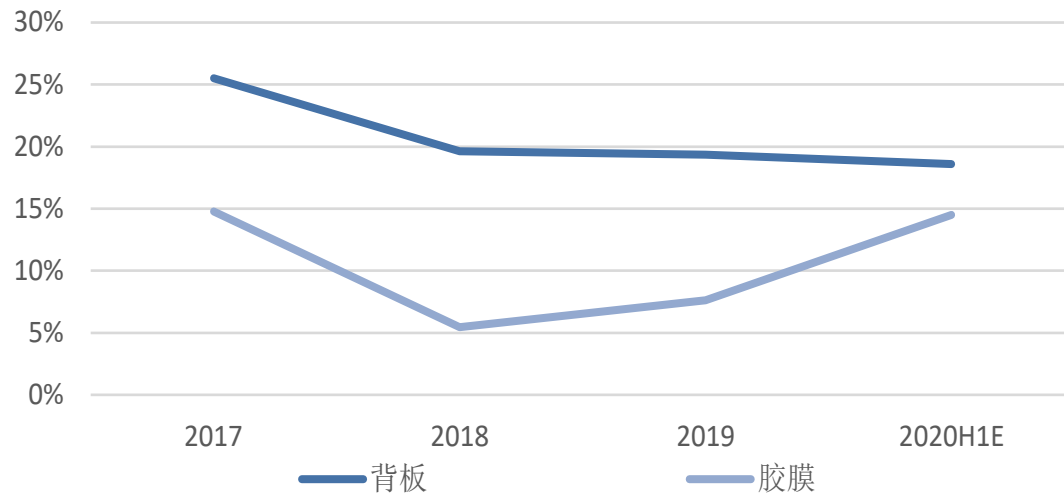
- **产品品类日渐丰富，营收结构日趋多元。**公司从光伏背板产品起家，2018年之前背板产品营收占比在90%之后，2018年光伏封装胶膜和背板修复胶带量产并迅速放量。2021年封装胶膜有望成为公司第一大收入来源，同时公司储备工业胶带及电子电气材料产品，目前已逐步通过大客户验证并放量，为公司长期业绩增长提供支撑。
- 2018年受光伏行业政策调整，产品价格大幅下降，公司毛利率受到一定影响，同时胶膜产品2018年刚刚量产，成本较高导致毛利率较低。随着胶膜产品量产推进以及公司持续推进产能扩张，光伏封装胶膜毛利率提升明显，预计2020年上半年已达到15%左右，同时背板业务毛利率企稳于19%左右。

公司历年分产品营收占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司历年分产品毛利率变化趋势

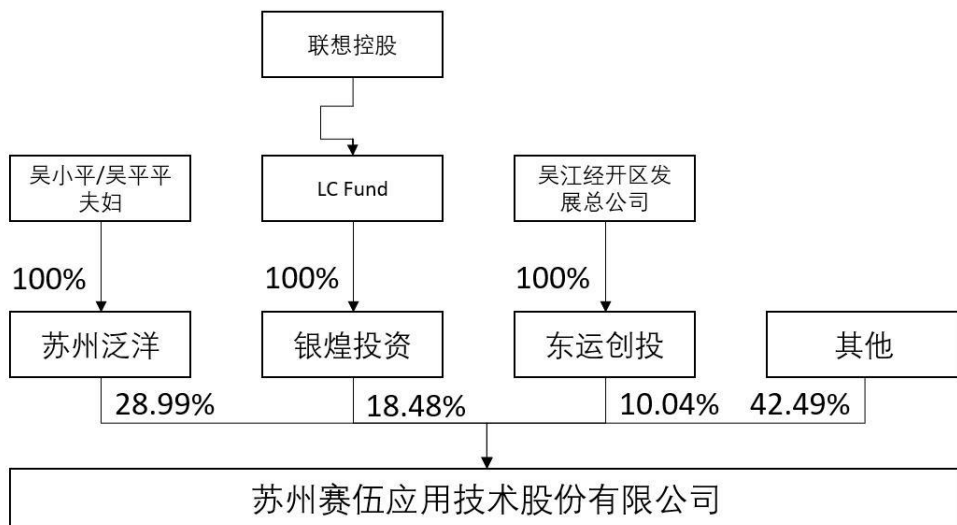


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司核心高管技术积淀深厚

- 公司股权结构中包含创业团队、联想投资、政府/民营风投等。苏州泛洋持有公司28.99%股权，为公司控股股东。吴小平、吴平平夫妇持有苏州泛洋100%股权，为公司实际控制人。
- 公司核心高管技术积淀深厚。公司董事长/总经理吴小平先生于1996-2004年间任职于日东电工Matex株式会社，2006年与宇野敬一博士在日本建立Macropoly Lab进行高分子材料相关产品研发，2008年Macropoly Lab迁移至苏州，获联想出资，成立赛伍技术。
- 此外，公司核心技术人员陈洪野先生、高畠博先生和芋野昌三先生分别具有索尼凯美高电子、日东新兴化工和日东电工株式会社等工作经历，陈洪野先生为背板技术规范主要编制专家，邓建波先生为绝缘背板、叠层母线排用绝缘胶膜国家标准主要起草人。

公司股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

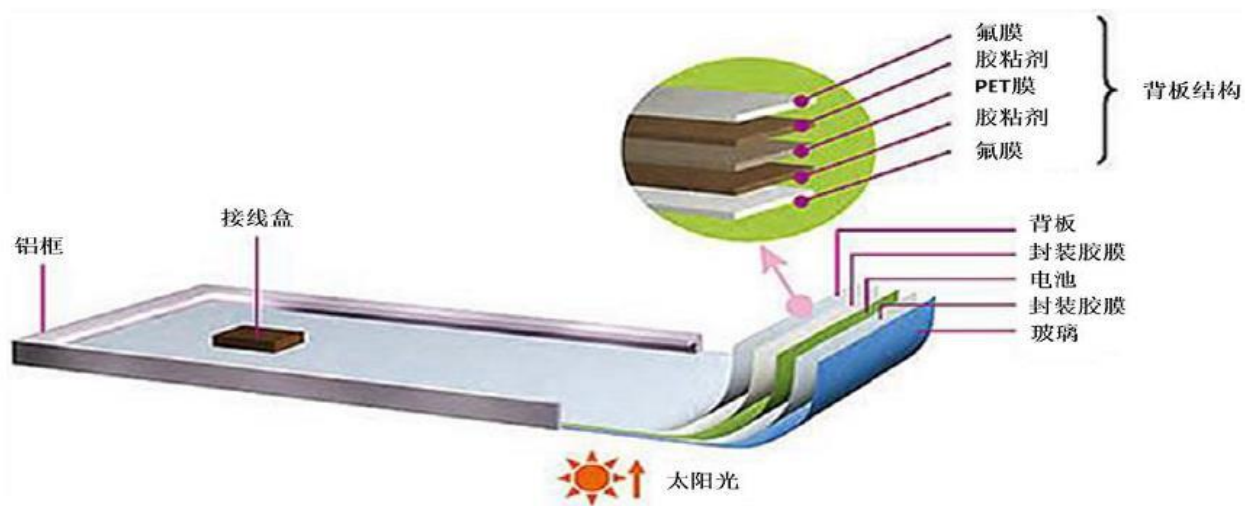
2

首创KPF型光伏背板，全球销量第一

国内背板龙头，具备成本及技术优势

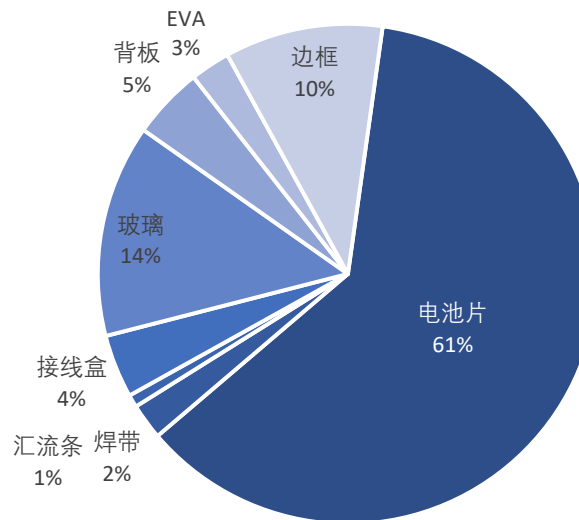
- 光伏组件根据结构不同可分为单面组件和双面组件。单面组件由5层结构构成，自上而下分别为玻璃、封装胶膜、电池片、封装胶膜和背板。相比单面组件，双面组件最下层采用玻璃或透明背板代替。
- 背板在组件中起耐候、绝缘和保护的作用。背板处于光伏组件背面的最外层，直接接触外界环境，需具备优异的耐高低温、耐紫外辐照、耐环境老化和水汽阻隔、电气绝缘等性能，以满足太阳能电池组件 25 年的使用寿命。
- 背板在单面组件材料成本中占5%。组件材料成本中，60%以上为电池片成本，其余辅材成本包括背板、前玻璃、胶膜、边框等，背板成本占比在5%左右。

光伏组件结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

光伏组件成本拆分

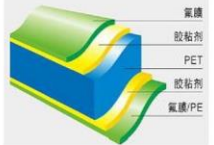
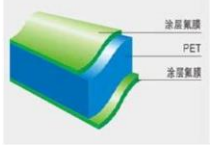


资料来源：CIPA，信达证券研发中心

国内背板龙头，具备成本及技术优势

- 背板的主要原材料包括PET基膜、氟材料和胶粘剂。其中 PET 基膜主要提供绝缘性能和力学性能，但耐候性比较差；氟材料主要分为氟膜和含氟树脂两种，提供绝缘性、耐候性和阻隔性；胶粘剂主要由合成树脂、固化剂和功能性添加剂等化学品组成，用于粘结 PET 基膜与氟膜。
- 光伏背板根据生产工艺的不同可分为复合型背板和涂覆型背板，复合型背板防护性能好，涂覆型背板成本低。氟材料以氟膜形式由胶粘剂复合在PET 基膜上为复合型背板；以含氟树脂形式涂覆在 PET基膜上为涂覆型背板。复合型背板防护性能好，使用寿命长、涂覆型背板生产效率高、成本相对较低。
- 目前复合型背板为市场主流。2019年，复合型背板市占率超 78%，玻璃背板市占率超 12%，涂覆型及其它结构背板约10%。

复合型及涂覆型背板对比

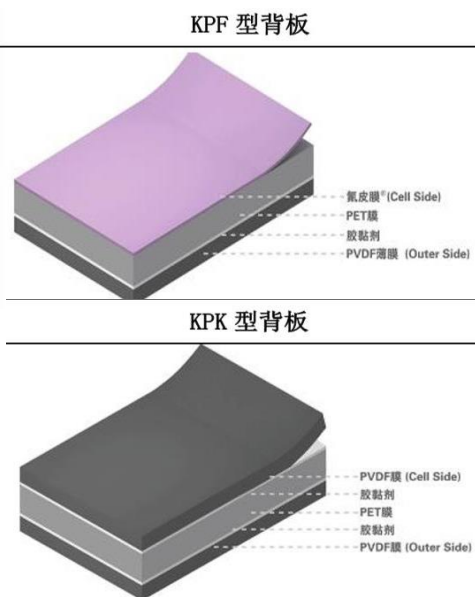
项目	复合型背板	涂覆型背板
原材料	氟膜、PET基膜、胶粘剂	氟碳涂料、PET基膜
类型		
生产工艺	胶粘复合	辊涂、网涂
生产设备	刮刀涂布设备、网纹涂布设备	多辊转移涂布设备、网纹涂布设备
技术壁垒	胶水配置、涂布工艺条件	含氟涂料配方、材料表面改性等
成本	较高	较低
一体化程度、稳定性	三明治结构，一体化程度低	一体化程度高
市场份额	78%左右	很小，和其他结构共同占10%左右
主要企业	赛伍技术、中来股份、本公司、乐凯胶片、回天新材	中来股份、乐凯胶片、福斯特

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

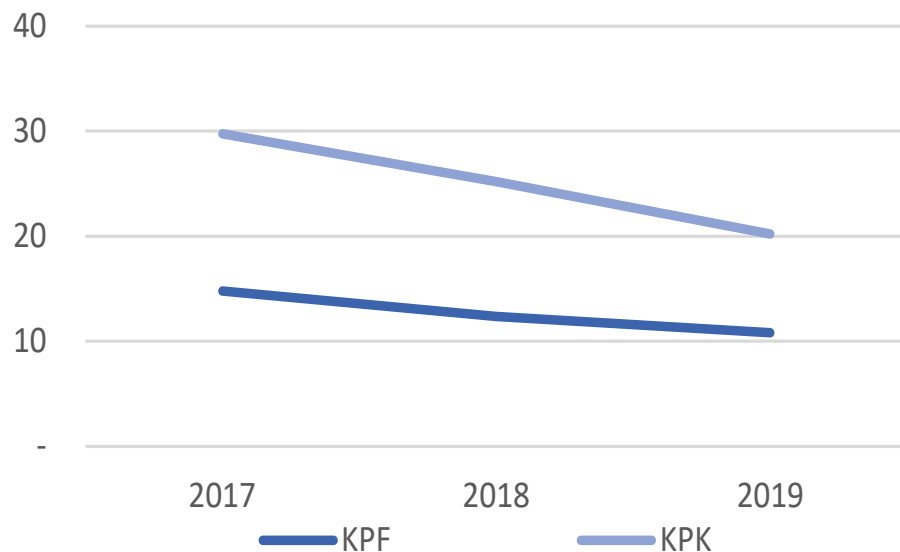
国内背板龙头，具备成本及技术优势

- 公司自主研发KPF型背板，兼具两种背板优势。公司KPF型背板采用氟皮膜技术，以氟皮膜取代 KPK 背板的内层 PVDF 氟膜，该膜具有对PET薄膜的自粘性，无需胶粘剂层，实现了成本的大幅下降，同时仍可实现优越的耐紫外线性能。
- KPF型背板成本优势明显，营收占比迅速提升。从售价来看，2019年公司KPF和KPK型背板售价分别为10.81和20.19元/平，KPF型背板售价仅为KPK型背板的一半左右，2017-2019年，KPF型背板占公司营收的比例由80%提升至94%。

赛伍技术主要背板产品类型



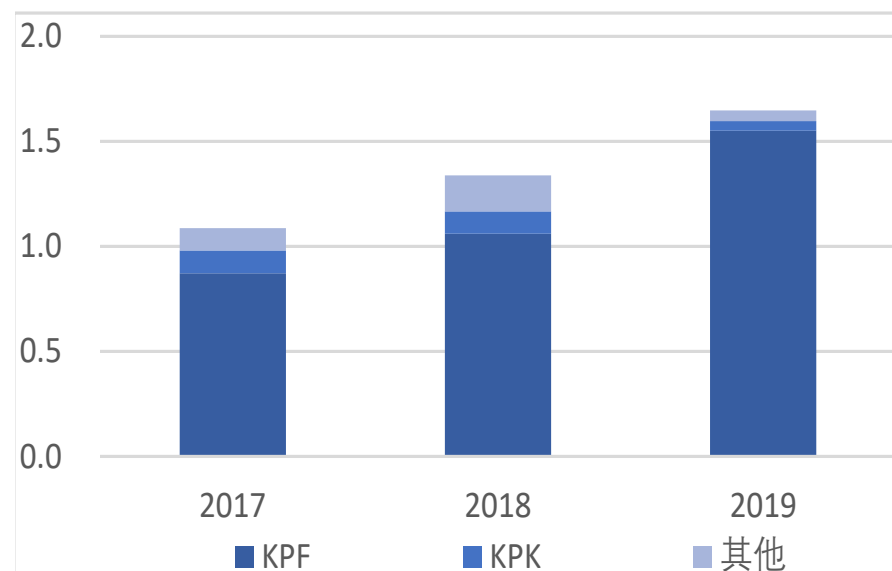
赛伍技术分类型产品价格对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

赛伍技术分类型产品销量/亿平

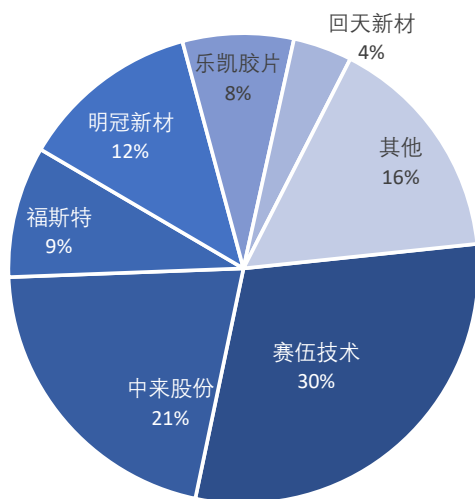


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内背板龙头，具备成本及技术优势

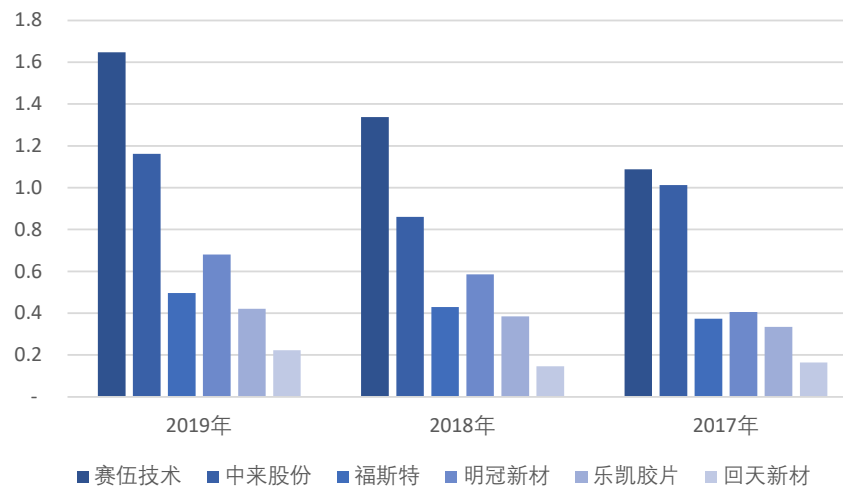
- 公司为组件背板龙头，出货量全球第一。全球组件背板市场集中度较高，TOP5企业市占率达到80%，其中赛伍技术为全球龙头，2019年，公司组件背板出货1.65亿平，市占率达到30%，连续多年位居全球第一。
- 绑定全球一线组件龙头，TOP5客户市占率达56%。依托在背板领域的领先地位，公司绑定了包括阿特斯、天合、晶澳、晶科和东方日升等在内的全球一线组件龙头，前五大客户市占率达56%，为公司横向拓展光伏产品品类大旗坚实基础。

背板不同厂家市占率情况



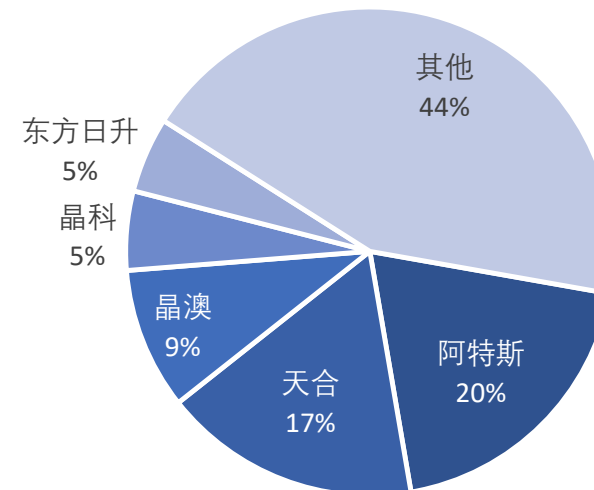
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

背板不同厂家出货对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

公司背板不同厂家出货对比

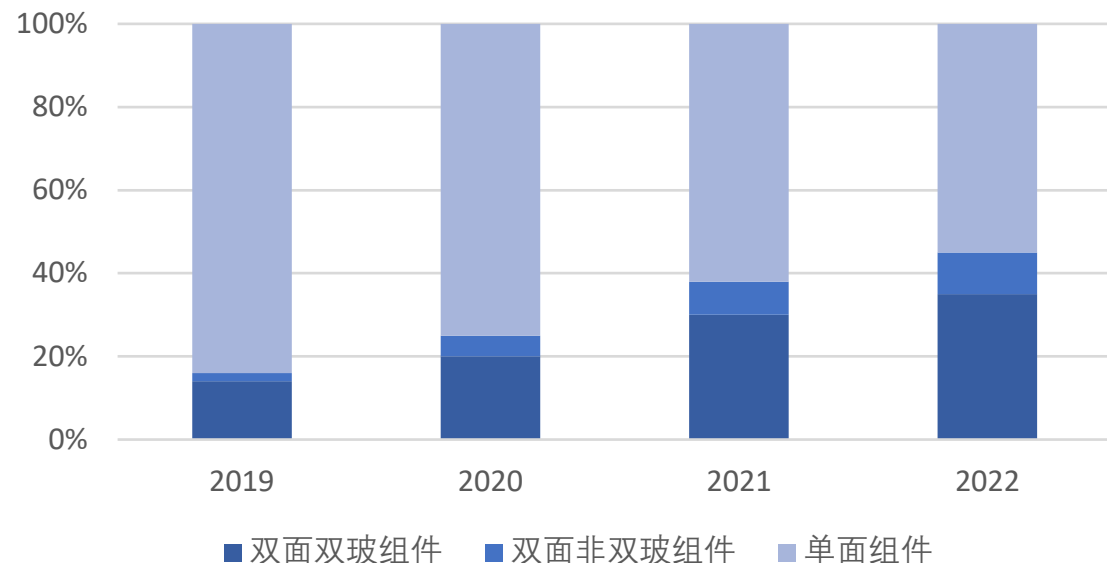


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内背板龙头，具备成本及技术优势

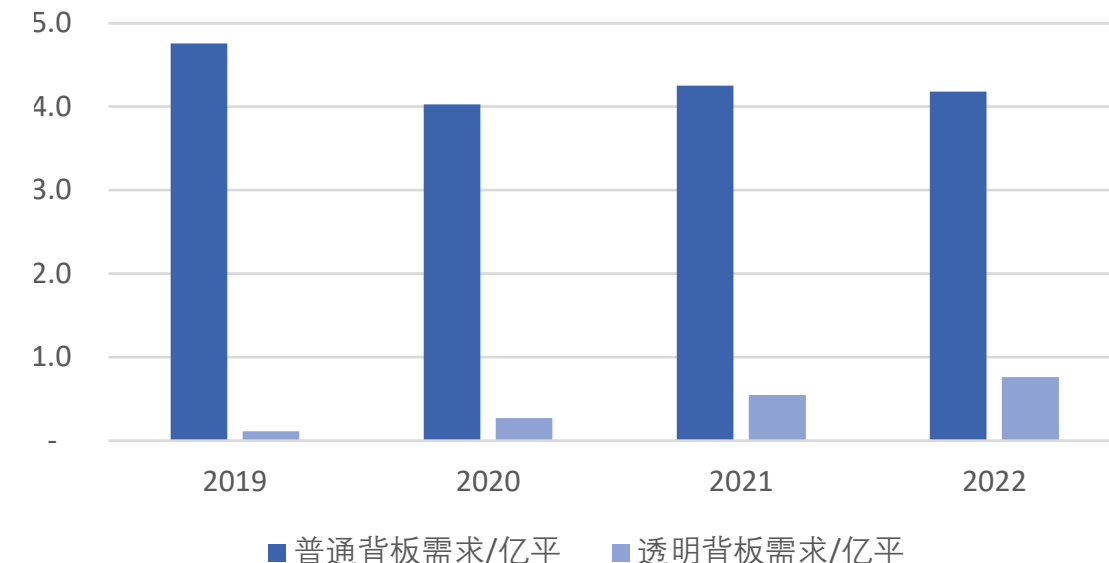
- 在双面组件渗透率提升背景下，受益全球光伏装机规模增长，普通背板需求有望维持相对稳定，透明背板需求有望提升。从产品类型来看，虽双面组件渗透率呈提升趋势，但受益全球光伏装机规模增长，我们认为近年来普通背板需求仍较为平稳，年需求在4.5亿平左右。同时，考虑到双面组件中非玻璃的透明背板渗透率提升，透明背板近年来需求有望实现80%以上复合增速，公司目前已储备透明背板产品，2021年起有望逐步放量。

不同类型背板组件市占率预测



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不同类型背板需求预测/亿平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目录

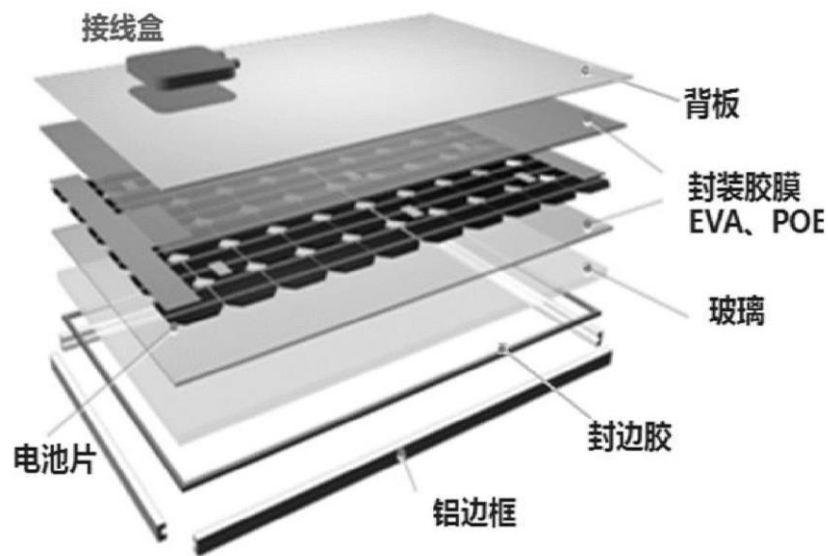
3

依托背板延伸胶膜产品，POE将快速放量

受益光伏装机增长及双面化趋势，POE胶膜将快速放量

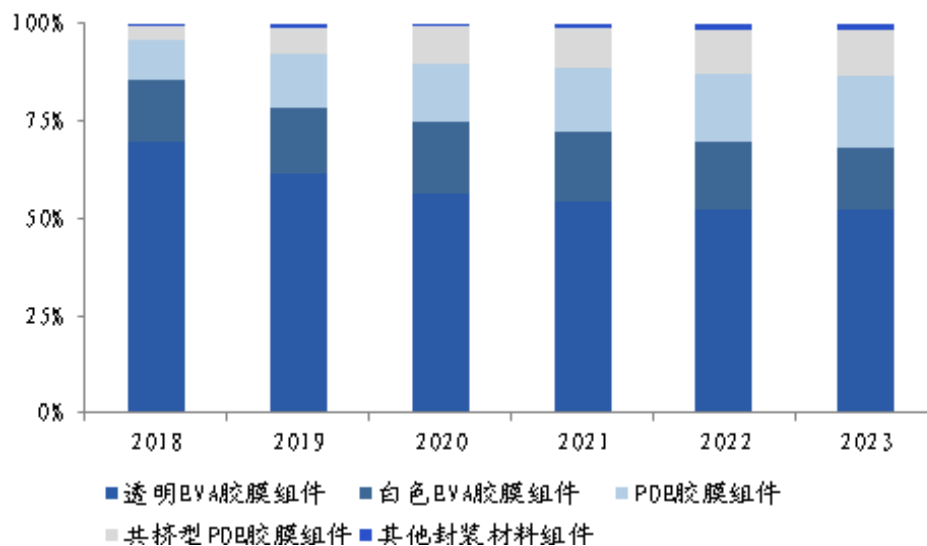
- 封装胶膜在光伏组件中起包裹和粘结作用。封装胶膜处于组件的中间位置，包裹电池片并与背板相互粘结，一块组件中使用两层，分别在表面玻璃和电池片间和电池片与背板间使用。封装胶膜需要具备高水汽阻隔率、高可见光透过率、高体积电阻率、耐候性能和抗PID性能等特性。
- 当前封装胶膜以EVA、POE为主流，未来POE型产品市占率有望逐步提升。EVA胶膜、POE胶膜是目前主流的封装材料，2019年合计市占率约97.1%，其中透明EVA约占69.6%，白色EVA约占15.5%，POE约占12.0%。未来随着双面组件市占率提升，POE型产品占比有望提升至30-40%。

光伏组件结构及封装胶膜应用



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不同类型封装胶膜市占率

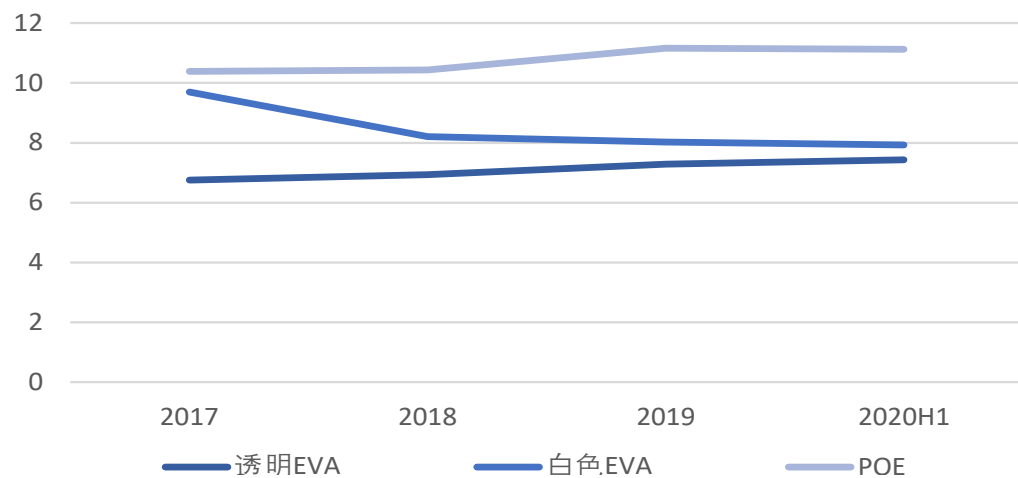


资料来源：CIPA，信达证券研发中心

受益光伏装机增长及双面化趋势，POE胶膜将快速放量

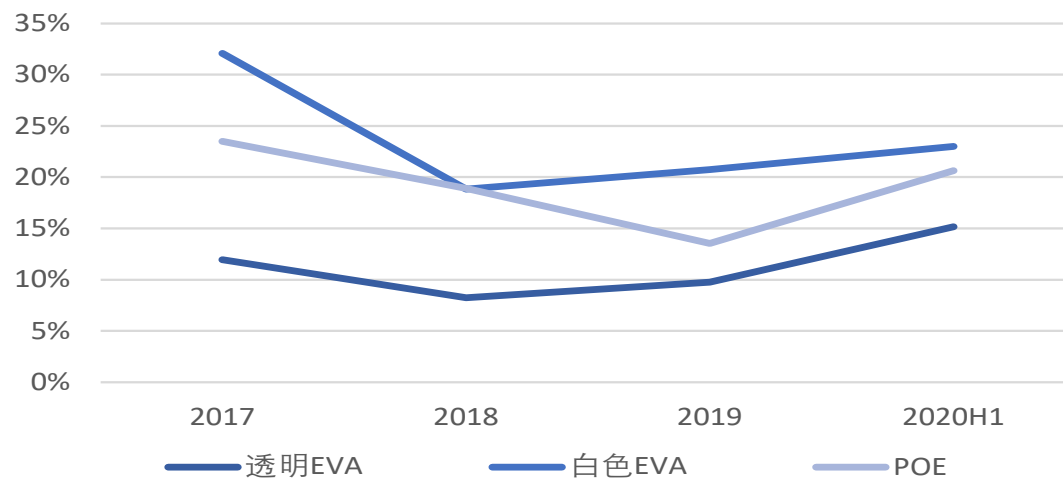
- 封装胶膜产品经历了从透明EVA、白色EVA到POE产品的升级过程。相比透明EVA，白色EVA应用于电池片下侧，在透明EVA透光、粘接、耐黄变基础上，通过提升反射率有效提升组件效率（在普通单玻组件中功率增益1-3W、双玻组件增益7-10W）。
- POE胶膜封装性能更优，在双面组件中应用广泛。与EVA胶膜相比，POE胶膜具有高水汽阻隔性率、高可见光透过率、高体积电阻率、优秀的耐候性能和长久的抗PID性能等优良特性，可更好提升组件长期可靠性。
- POE产品享受高溢价，成本有下降空间。由于性能更优，POE胶膜定价更高。根据海优新材数据，其POE产品定价高于透明EVA50%左右，高于白色EVA40%左右。成本方面，由于POE生产主要原材料POE树脂价格高且依赖进口，其毛利率尚不及白色EVA。但当前生产企业通过降低损耗、提升回收率、开发共挤POE产品等多种方式降本，未来成本仍有下降空间。

海优新材不同胶膜产品单价变化（元/平）



资料来源：海优新材公告，信达证券研发中心

海优新材不同胶膜产品毛利率变化

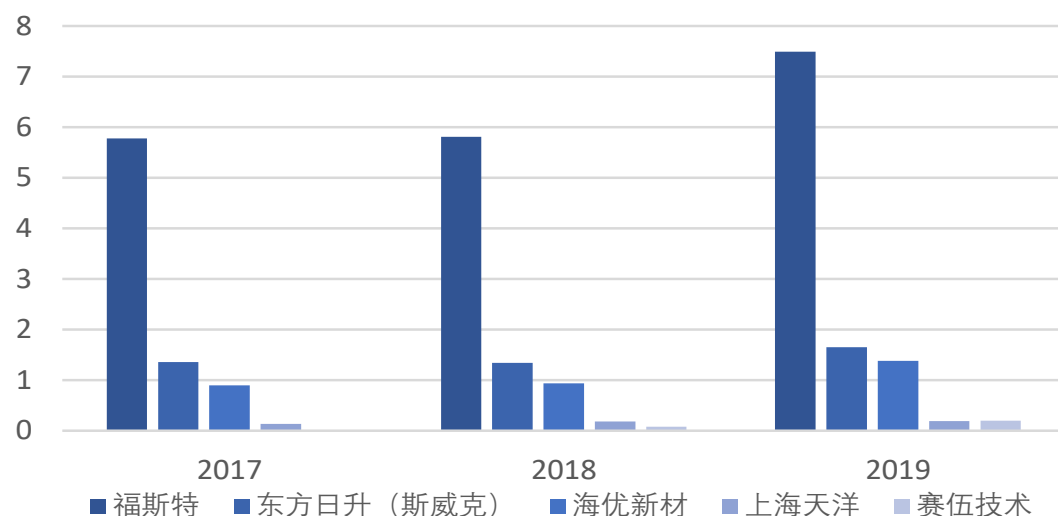


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

受益光伏装机增长及双面化趋势，POE胶膜将快速放量

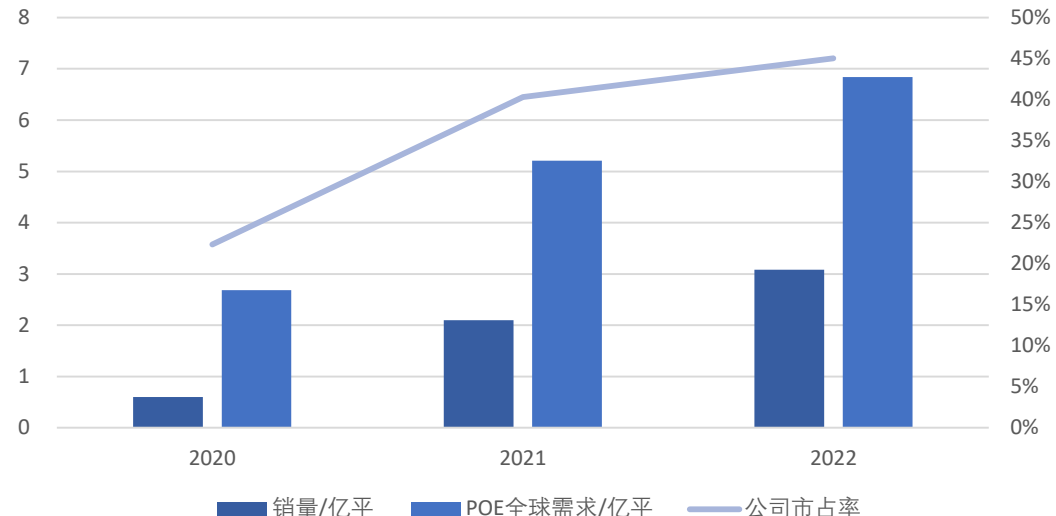
- **公司POE产能逐步放量，市占率有望快速提升。**全球胶膜产品市场集中度高，TOP5企业市占率接近90%，其中福斯特一家独大，市占率超50%。赛伍技术重点开发POE产品，于2018年正式量产，2019年实现销量0.2亿平，已开拓天合、阿特斯、东方日升、晶澳、隆基乐叶等行业龙头客户。上市后，公司加速POE扩产进程，先后公告1亿平和2.55亿平POE胶膜扩产计划，相关产能预计将于2020年底及2021年中投产，公司市占率有望快速上升。

光伏胶膜主要厂商历年销量（亿平）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

赛伍技术POE胶膜出货量及市占率预计



资料来源：信达证券研发中心

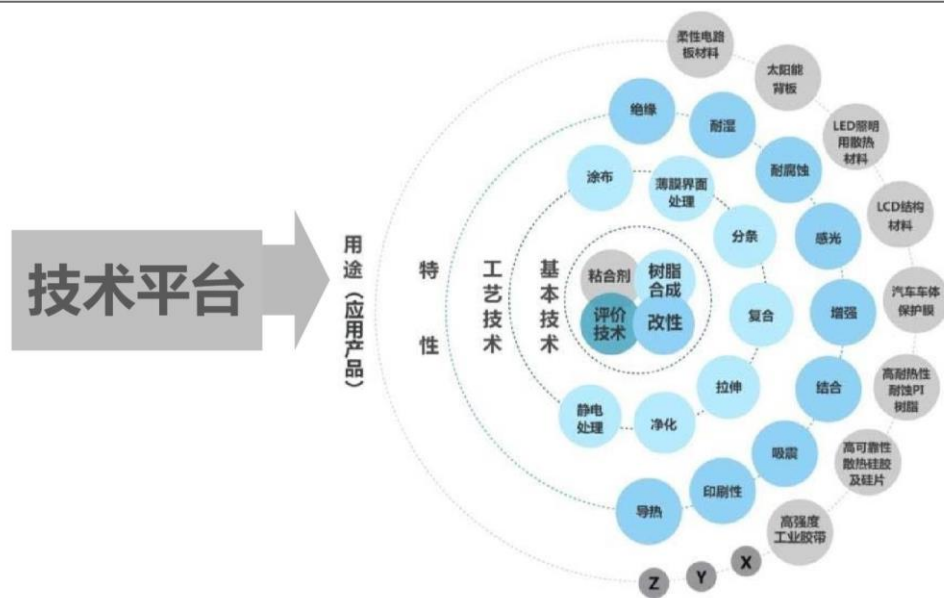
目录

4 高分子材料平台企业，横向拓展支撑长期增长

薄膜材料平台企业，横向拓展支撑长期增长

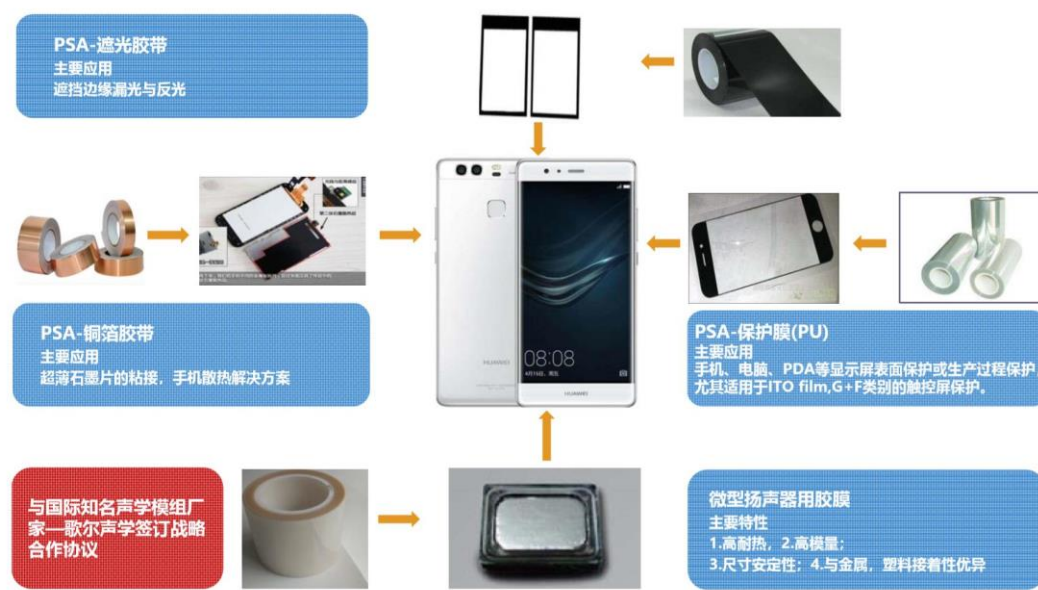
- 薄膜形态功能性高分子材料平台型公司，横向拓展支撑公司长期业绩增长。公司始终坚持核心技术四层扩散的经营理念，以材料设计、树脂改性、胶粘剂配方、界面技术、测试评价为基干技术，以涂布、复合、流延制膜、混合、分散、静电处理等工艺技术作为实现手段，不断开发满足各种性能需求的薄膜形态功能性高分子材料，开拓新用途、新产品和新市场。
- 3C市场公司开发保护膜、超薄胶带、遮光胶带等产品。其中保护膜为触摸屏用 PU 保护膜，在智能手机生产过程中对触摸屏起过程保护；超薄胶带用于石墨散热片与液晶屏等电子产品的粘结；遮光胶带用于对屏幕边缘漏光及反光现象进行遮挡。

公司技术应用体系示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司3C市场产品示意

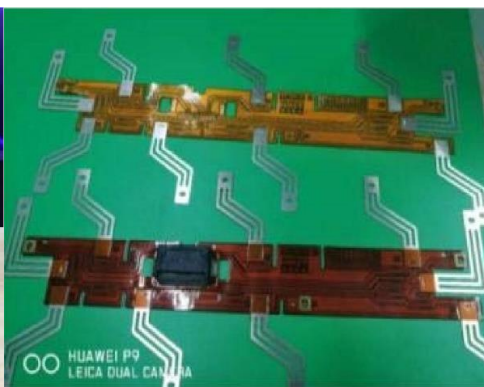


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

薄膜材料平台企业，横向拓展支撑长期增长

- 薄膜形态功能性高分子材料平台型公司，横向拓展支撑公司长期业绩增长。公司始终坚持核心技术四层扩散的经营理念，以材料设计、树脂改性、胶粘剂配方、界面技术、测试评价为基干技术，以涂布、复合、流延制膜、混合、分散、静电处理等工艺技术作为实现手段，不断开发满足各种性能需求的薄膜形态功能性高分子材料，开拓新用途、新产品和新市场。
- 半导体、电力、交通（SET）市场公司开发叠层母线排用绝缘胶膜、电池模组侧板绝缘胶膜和动力电池用FPC固定胶带等产品。其中保护膜为触摸屏用PU保护膜，在智能手机生产过程中对触摸屏起过程保护；超薄胶带用于石墨散热片与液晶屏等电子产品的粘结

公司SET用产品示意



电池模组侧板绝缘胶膜

动力电池FPC固定胶带
FPC用PI补强板

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司叠层母线排用绝缘胶膜产品示意



绝缘胶膜主要特性
1. 阻燃等级 VTM-0(UL94)
2. 适用温度范围 -40℃ ~ 105℃
3. 高粘结强度

国家标准第一起草人

资料来源：公司公告，信达证券研发中心



叠层母线排应用逆变器、变流器(光伏、风能、高铁、新能源汽车、通讯基站等)

目录

5

盈利预测及估值

盈利预测及估值

- 背板产品受益全球光伏装机增长，营收保持稳定增长；POE胶膜产能放量，未来营收有望快速扩大。产品受益全球光伏装机规模增长，公司传统光伏背板业务仍将保持增长态势，我们预计公司2020-2022年背板产品销售1.4、1.6和1.9亿平，营收13.5、15.9和18.3亿元；
- POE胶膜产能放量，未来营收有望快速扩大。公司上市以来迅速扩大POE胶膜产能，至明年年底将新增3.5亿平POE胶膜产能，我们预计公司2020-2022年胶膜产品销售0.6、2.1和2.7亿平，营收6.6、22.1和27.0亿元。
- 材料类产品平台型公司，储备3C及半导体、交通等产品支撑未来长期增长。我们预计2020-2022年新型材料营收1.1、3.3和7.5亿元。

公司分产品盈利预测

			2019A	2020E	2021E	2022E
光伏业务						
背板						
营收	亿元		18.2	13.5	15.9	18.3
销量	亿平		1.6	1.4	1.6	1.9
毛利率			19.4%	18.5%	18.5%	18.5%
胶膜						
营收	亿元		2.0	6.6	22.1	27.0
销量	亿平		0.2	0.6	2.1	2.7
毛利率			7.6%	15.0%	17.0%	18.0%
3C+SAT产品						
营收	亿元		0.5	1.1	3.3	7.5
毛利率			29.6%	39.8%	45.1%	48.7%

资料来源：信达证券研发中心

公司整体盈利预测及估值

主要财务指标	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入 /百万元	1,931	2,135	2,159	4,167	5,323
同比(%)	6.9%	10.6%	1.1%	93.0%	27.7%
归母净利润 /百万元	187	190	200	405	618
同比(%)	-14.2%	1.7%	5.3%	102.3%	52.4%
毛利率(%)	20.1%	18.8%	19.1%	20.1%	22.8%
ROE(%)	17.1%	14.5%	12.9%	20.7%	24.0%
EPS (摊薄) (元)	0.47	0.48	0.50	1.01	1.54
P/E			71.97	35.57	23.34
P/B			9.31	7.38	5.61
EV/EBITDA	0.03	0.00	52.92	28.22	18.61

资料来源：信达证券研发中心 注：股价采用2020.12.11收盘价

盈利预测及估值

- 综合来看，我们预计公司2020-2022年实现营收21.6、41.7和53.2亿元，同比增长1.1%、93.0%和27.7%，归母净利2.0、4.1和6.2亿元，同比增长5.3%、102.3%和52.4%。
- 我们选择光伏辅材龙头福斯特及福莱特作为可比公司对公司进行估值，可比公司2020-2022年平均PE为48.7、34.5和28.1x，我们预计赛伍技术为72.0x、35.6x和23.3x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

公司相对估值

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
福斯特	603806.SH	75.23	578.93	1.60	2.04	2.52	47.1	36.9	29.9
福莱特	601865.SH	32.55	636.22	0.65	1.01	1.24	50.3	32.2	26.3
行业平均							48.7	34.5	28.1
赛伍技术	603212.SH	36.05	144.20	0.50	1.01	1.54	72.0	35.6	23.3

资料来源：信达证券研发中心 注：股价采用2020.12.11收盘价

盈利预测及估值

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,809	1,887	1,887	3,416	4,313	营业总收入	1,931	2,135	2,159	4,167	5,323
货币资金	219	290	174	174	174	营业成本	1,544	1,735	1,746	3,328	4,108
应收票据	531	461	473	913	1,167	营业税金及附加	5	9	5	10	13
应收账款	758	834	828	1,598	2,042	销售费用	45	52	54	104	133
预付账款	27	31	30	57	70	管理费用	39	38	50	92	114
存货	261	192	239	456	563	研发费用	71	73	76	158	213
其他	13	79	143	218	298	财务费用	3	10	2	18	42
非流动资产	296	352	494	684	897	减值损失合计	-16	-3	-2	-2	-3
长期股权投资	3	2	2	2	2	投资净收益	1	0	2	4	5
固定资产(合计)	214	259	295	359	434	其他	5	5	9	17	24
无形资产	20	33	104	176	250	营业利润	214	221	235	475	724
其他	60	58	93	147	210	营业外收支	1	-3	1	2	3
资产总计	2,105	2,239	2,381	4,100	5,210	利润总额	214	218	236	477	727
流动负债	1,008	930	831	2,144	2,637	所得税	28	28	35	72	109
短期借款	225	287	95	743	906	净利润	187	191	200	405	618
应付票据	209	212	215	410	506	少数股东损益	-1	0	0	0	0
应付账款	546	392	478	912	1,126	归属母公司净利润	187	190	200	405	618
其他	28	39	42	79	100	EBITDA	251	258	271	531	814
非流动负债	5	2	2	2	2	EPS(当年)(元)	0.47	0.48	0.50	1.01	1.54
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	5	2	2	2	2	现金流量表					
负债合计	1,013	932	834	2,147	2,640	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-2	-1	-1	-1	-1	经营活动现金流	86	155	296	-309	247
归属母公司股东权益	1,093	1,308	1,549	1,954	2,572	净利润	187	191	200	405	618
负债和股东权益	2,105	2,239	2,381	4,100	5,210	折旧摊销	24	29	43	57	73
						财务费用	10	4	11	25	49
重要财务指标						投资损失	-1	0	-2	-4	-5
						营运资金变动	-148	-76	43	-793	-489
主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	其它	14	7	0	0	1
营业总收入	1,931	2,135	2,159	4,167	5,323	投资活动现金流	-118	-137	-249	-314	-360
同比(%)	6.9%	10.6%	1.1%	93.0%	27.7%	资本支出	-137	-77	-187	-247	-287
归属母公司净利润	187	190	200	405	618	长期投资	-2	-2	-64	-71	-78
同比(%)	-14.2%	1.7%	5.3%	102.3%	52.4%	其他	21	-58	2	4	5
毛利率(%)	20.1%	18.8%	19.1%	20.1%	22.8%	筹资活动现金流	81	58	-163	622	113
ROE(%)	17.1%	14.5%	12.9%	20.7%	24.0%	吸收投资	0	0	40	0	0
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.48	0.50	1.01	1.54	借款	138	69	-192	648	163
P/E	0.00	0.00	71.97	35.57	23.34	支付利息或股息	-57	-10	-11	-25	-49
P/B	0.00	0.00	9.31	7.38	5.61	现金净增加额	52	84	-116	0	0
EV/EBITDA	0.03	0.00	52.92	28.22	18.61						

风险因素

- 新冠疫情等导致全球光伏装机不及预期风险
- 产品价格波动导致公司盈利不及预期风险
- 原材料价格波动风险
- 技术路线变化风险

研究团队简介、机构销售联系人

- **武浩**，电力设备新能源行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。
- **陈磊**，电力设备新能源行业分析师，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanquiyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。