

公司研究

技术+规模保障龙头地位，光伏景气周期下公司发展前景广阔

——美畅股份（300861.SZ）投资价值分析报告

要点

金刚石线切割龙头，技术&产能提升加码。美畅股份成立于2015年7月，主要从事电镀金刚石线的研发、生产及销售，在晶硅切割用金刚石线国产化推进过程中凭借技术团队独创的“单机六线”生产技术和完全自主研发且拥有知识产权的生产设备脱颖而出，目前已成为国内生产规模、市场份额领先的金刚石线生产企业。**2019年，公司金刚石线销量达1830.06万公里稳居全球行业第一，全球市占率超35%**；2020年公司IPO募资17.51亿元用于美畅产业园、研发中心、高效金刚石线等建设项目，产能的持续扩张（21年6月底有望达5200万公里）和技术的持续研发（“五化”）将确保公司核心竞争力的优势维持。

光伏高景气度背景下金刚石线需求旺盛。“碳中和”背景下光伏产业链景气度进一步提升，金刚石线切割技术相较于其他切割技术在成本、速度、效率端的优势也将进一步带动金刚石线需求的持续放量；根据我们测算，20-22年金刚石线的需求将达到4837/6353/8417万公里，增速分别为6.8%/31.34%/32.50%。

技术和规模优势推动公司市占率进一步提升。公司在销售规模、盈利能力等方面显著优于可比公司（2019年，公司金刚石线销售规模1830万公里 vs 可比公司共计1041万公里；公司毛利率55% vs 可比公司平均26%），其背后的核心竞争力源自技术的持续研发和进步，无论是公司自主研发的“单机六线”所带来的工艺优势和规模优势，还是公司紧跟硅片行业发展方向所提出的金刚石线“五化”技术路线，都给公司带来了销售规模的提升和盈利能力的维持；未来在金刚石线需求进一步放量的基础上，我们看好公司市占率的进一步提升（2021年有望突破55%）。

首次覆盖给予“增持”评级：我们预测公司2020-22年归母净利润分别为4.65/6.26/7.67亿元，对应EPS为1.16/1.56/1.92元，当前股价对应20-22年PE分别为48/36/29倍。参考可比公司相对估值及绝对估值，**给予公司2021年合理估值水平（PE）40倍，对应目标价62.58元。**公司作为金刚石线龙头17-19年金刚石线出货量维持全球第一，其提出的“五化”技术路线也高度契合未来硅片环节的发展趋势（单晶、薄片等），我们看好公司市占率的持续提升和高盈利能力的维持，**首次覆盖给予“增持”评级。**

风险提示：光伏全球装机、公司产能扩张和金刚石线销售不及预期；金刚石线价格下降程度超预期；次新股调整风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,158	1,193	1,215	1,579	2,054
营业收入增长率	73.72%	-44.70%	1.82%	29.98%	30.05%
净利润(百万元)	1,024	408	465	626	767
净利润增长率	51.20%	-60.20%	13.97%	34.70%	22.49%
EPS(元)	2.85	1.13	1.16	1.56	1.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	81.60%	29.65%	12.94%	14.84%	15.38%
P/E	20	49	48	36	29
P/B	16.0	14.6	6.2	5.3	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-5

增持（首次）

当前价/目标价：55.90/62.58元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsec.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsec.com

联系人：陈无忌

021-52523693

chenwuji@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元)	223.61
一年最低/最高(元)	43.20/85.00
近3月换手率	52.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.35	13.61	-50.46
绝对	-9.31	16.39	-23.37

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

金刚石线

公司单晶/多晶切割用金刚石线销售规模源自每年新增光伏装机需求所带来的硅片制造需求,我们按照新增光伏装机→硅片需求→金刚石线需求→公司市占率的逻辑进行测算:

(1) 新增装机方面,按照 CPIA 的预测,20-22 年全球新增光伏装机有望达到 130/170/225GW;

(2) 金刚石线需求方面,按照每块硅片 4W,每片硅片消耗金刚石线 1.5 米(来自公司招股说明书)进行测算,20-22 年全球金刚线需求分别为 4837/6353/8417 万公里;

(3) 公司市占率方面,公司 18/19 年市占率分别为 45%/38%,在 2020 年全球单晶硅片占比显著提升的背景下公司优势将进一步凸显,假设 20-22 年公司市占率分别达到 50%/55%/60%,测算得出公司 20-22 年晶硅切割用金刚石线销量分别为 2438/3506/5063 万公里;

(4) 销售均价方面,公司晶硅切割用金刚石线价格持续下降,根据公司官网披露的产品价格,假设 20 年均价为 50 元/公里,21/22 年价格降幅维持在 10%;

(3) 毛利率方面,公司金刚石线成本仍有进一步下降空间,但价格的持续下降会小幅影响公司盈利能力,假设 20-22 年毛利率分别为 60%/59%/58%。

我们的创新之处

- (1) 我们对未来金刚石线市场需求进行了详细测算;
- (2) 我们对公司的核心竞争力进行了深入介绍;
- (3) 我们基于金刚石线市场空间和公司市占率情况对公司未来盈利能力进行了详细测算。

股价上涨的催化因素

(1) **公司出货量超预期**:公司 17-19 年金刚线出货量均位居全球行业第一,未来如果公司可以保持出货量优势乃至进一步扩大,且成本控制的优势也有助于公司维持盈利能力,则公司市占率的超预期提升将带来显著业绩增厚。

(2) **市场风格转向“碳中和”、光伏**。光伏是我国实现“碳中和”目标的重要发展路径,市场风格转向“碳中和”有望带动资金流入相关领域并推升市场情绪。

估值与目标价

我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 12.15/15.79/20.54 亿元,归母净利润分别为 4.65/6.26/7.67 亿元,对应 EPS 为 1.16/1.56/1.92 元,当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 48/36/29 倍。参考可比公司相对估值及绝对估值,给予公司 2021 年合理估值水平 (PE) 40 倍,对应目标价 62.58 元。公司作为金刚线龙头 17-19 年金刚线出货量维持全球第一,其提出的“五化”技术路线也高度契合未来硅片环节的发展趋势(单晶、薄片等),我们看好公司市占率的持续提升和高盈利能力的维持,首次覆盖给予“增持”评级。

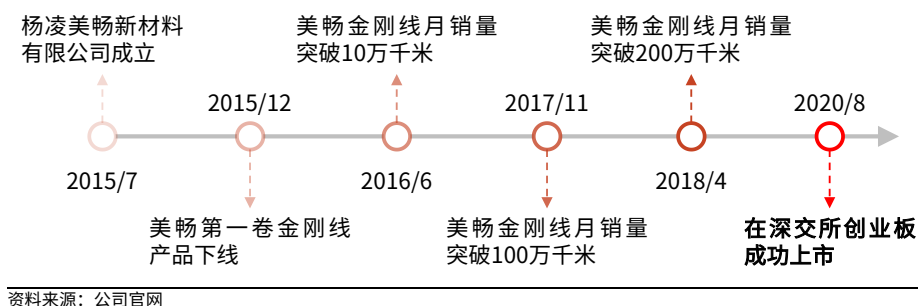
目 录

1、 金刚石线切割龙头，技术&产能提升加码	4
2、 光伏高景气度背景下金刚石线需求旺盛	6
3、 技术和规模优势推动公司市占率提升	12
4、 盈利预测	16
4.1、 关键假设	16
4.2、 盈利预测	16
5、 估值水平与投资评级	17
5.1、 相对估值	17
5.2、 绝对估值	17
5.3、 估值结论与投资评级	18
5.4、 股价驱动因素	19
6、 风险分析	19

1、金刚石线切割龙头，技术&产能提升加码

杨凌美畅新材料股份有限公司成立于 2015 年 7 月，主要从事电镀金刚石线的研发、生产及销售，在晶硅切割用金刚石线国产化推进过程中凭借技术团队独创的“单机六线”生产技术和完全自主研发且拥有知识产权的生产设备脱颖而出，目前已成为国内生产规模、市场份额领先的金刚石线生产企业。2019 年，公司金刚石线销量达 1830.06 万公里稳居全球行业第一，全球市占率超 35%。

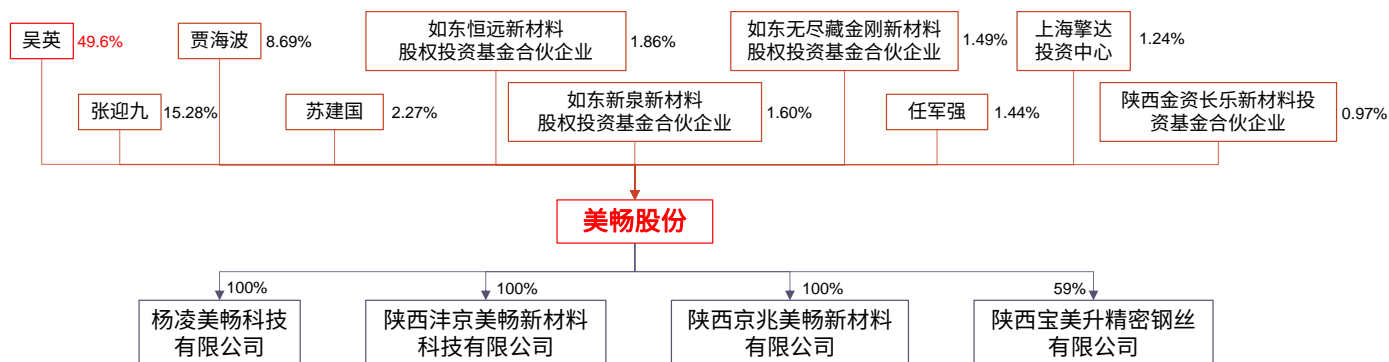
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网

股权结构稳定，IPO 募资保障公司长远发展。公司于 2018 年 3 月登陆新三板，并随后于 2020 年 8 月成功登陆深交所创业板。截至 2020Q3，公司控股股东、实际控制人为公司董事长吴英，持股比例 49.6%；公司时任总经理贾海波（现为公司首席技术官）持股比例 8.69%，董监高持股比例超过 50%。公司 IPO 共募资 17.51 亿元用于美畅产业园、研发中心、高效金刚石线等建设项目，通过技术研发的持续投入和产能的不断扩张保障公司长远发展。

图 2：公司十大股东结构（截至 2020Q3）

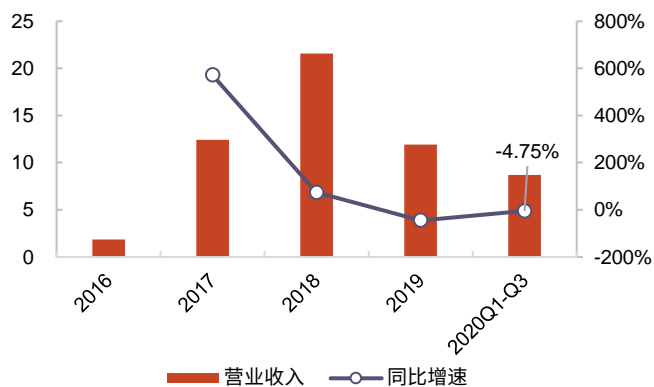


资料来源：Wind

国产替代+景气度提升推动公司业绩快速增长，短期扰动不改长期向好趋势。公司金刚石线的销量主要受到下游光伏行业新增装机量以及金刚石线在晶硅片切割领域的渗透率和国产替代情况等两方面因素影响；2015 年-17 年我国光伏新增装机量在国家支持和产业链成本下降的背景下迎来快速发展，叠加金刚石线在单晶硅片切割领域迅速替代传统游离磨料砂浆切割工艺、且国产化进程加速取代价格相对高昂的日本技术，公司营业收入及净利润在 16-18 年间快速提升；2019

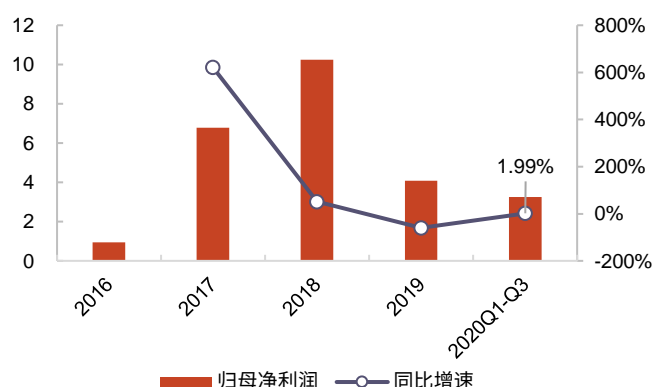
年受到多晶硅装机量下滑以及“531”政策和产能扩张带来的价格下降影响，公司营业收入及归母净利润同比均出现下滑；2020年公司聚焦单晶硅片切割，硅片厂商大规模扩产且光伏新增装机量恢复高增长，2020年前三季度公司实现营业收入8.71亿元，同比-4.75%，实现归母净利润3.25亿元，同比+1.99%；2020Q4光伏新增装机量创历史新高，我们看好公司2020年收入和归母净利润重回增长通道。

图 3：公司营业收入及增速情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

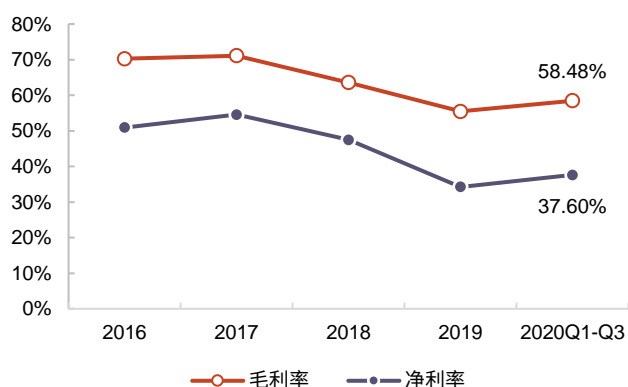
图 4：公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

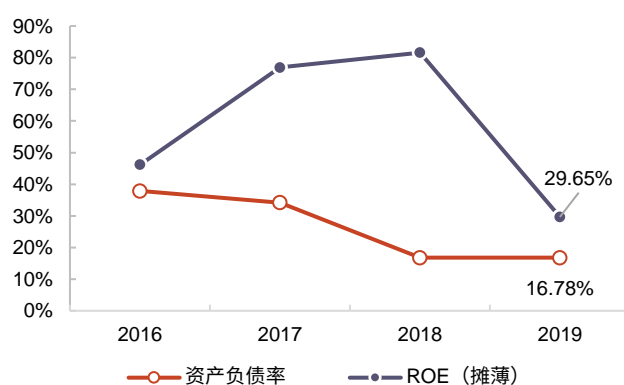
毛利率&净利率企稳，资产负债率维持低位。受到金刚石线产能扩张带来的价格下降影响，公司毛利率从2016年的70.25%下滑至2019年的55.46%；但是随着价格下降后金刚石线整体行业的产能扩张趋缓，叠加下游硅片厂商扩产持续加码，金刚石线整体供给宽松形势有所改善，金刚石线价格从2020年4月开始保持稳定，2020前三季度公司毛利率小幅回升至58.48%。另一方面，公司经营场所位于杨凌示范区富海工业园，园区现有的成熟工业基础配套及厂房、设备自主研发造价低于进口设备等因素使得公司可以维持较低的资产负债率进行生产经营。

图 5：公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind

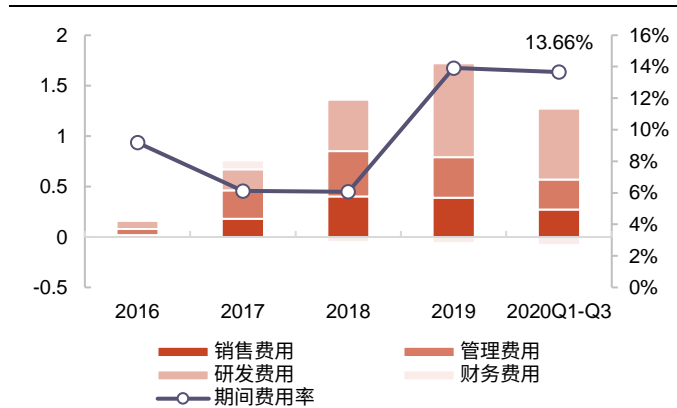
图 6：公司资产负债率及 ROE (摊薄) 情况



资料来源：Wind

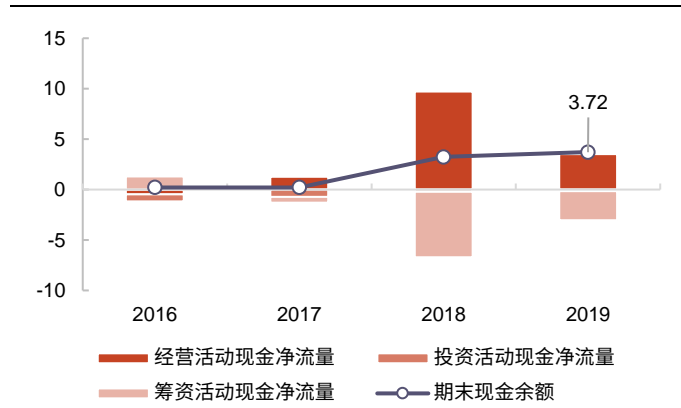
研发费用支出提升保障长远发展，资金情况充裕。公司除研发费用以外的期间费用较为稳健，研发费用则从 2016 年的 800 万元提升至 2019 年的 9267 万元，这也保障了公司“五化”技术路线的持续推进与保障未来公司市占率的进一步提升。公司现金流较为稳定，2020Q3 期末在手现金 1.13 亿元（另有 20.5 亿元理财产品），资金情况较为充裕。

图 7：公司期间费用情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 8：公司现金流情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

2、光伏高景气度背景下金刚石线需求旺盛

光伏行业：“十四五”向好，2021 年全球需求预计 160-180GW，需关注产业链价格反馈带来的装机量波动。

长远来看，“碳中和”背景下，结合当前经济发展环境及政策趋势，能源安全、清洁化转型将是“十四五”我国重要的能源战略，可再生能源也将在“十四五”迎来更大发展。2019 年，我国非化石能源占一次能源消费总量比重为 15.3%，我们以 2025 年达到 20%并以此为核心假设进行测算，得出相应结论：

- (1) 2020-2025E 光伏+风电发电量平均增速为 16.9%；
- (2) 2020-2025E 光伏装机 5 年 CAGR 为 20.5%（年均均为 70GW）至总装机为 623GW；风电装机 5 年 CAGR 为 11.1%（年均均为 31GW）至总装机为 394GW。

表 1：“十四五”我国非化石能源发电量及装机量预测

科目		单位	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
能源消费总量		亿吨标准煤	46.4	48.6	51	53	55	57	59	61
YOY			3.4%	4.7%						4%
非化石能源占一次能源消费总量比重			14.3%	15.3%						20%
非化石能源发电量		亿千瓦时	21614	23894	25848	27963	30250	32724	35401	38297
YOY			11.1%	10.5%						8.2%
发电量	光伏+风电	亿千瓦时	5435	6300	7655	9145	10780	12573	14538	16690
	YOY		28.2%	15.9%						17.6%
	水电	亿千瓦时	12329	13000	13325	13658	14000	14350	14708	15076
	YOY		3.2%	5.4%						2.5%
	生物质	亿千瓦时	906	1111	1211	1320	1439	1568	1709	1863
	YOY		14.0%	22.6%						9%

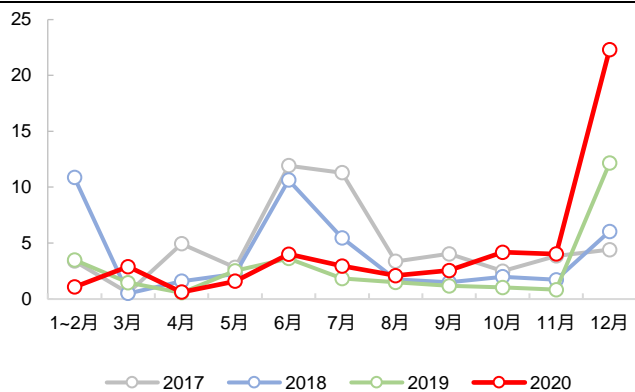
	核电	亿千瓦时	2944	3483	3657	3840	4032	4234	4445	4668
	YOY		18.7%	18.3%						5%
累计 装机量	光伏 (利用小时数 1200h)	亿千瓦	1.75	2.04	2.46					6.23
	5年 CAGR				41.6%					20.5%
	风电 (利用小时数 2000h)	亿千瓦	1.84	2.10	2.33					3.94
	5年 CAGR				12.6%					11.1%

资料来源: Wind, 2019 年度全国可再生能源电力发展监测评价报告, 光大证券研究所于 2020.10.10 测算; 假设光伏发电占风光发电总量比重 48%

回顾 2020 年我国光伏新增装机情况, 上半年受疫情影响, 半年新增光伏装机量较 2019 年进一步下滑, 为 2016 年至 2020 年上半年的最低点 (10.15GW); 随着国内疫情控制较好, 下半年装机情况持续回暖, 10 月单月光伏新增装机量创近五年来新高达 4.17GW, 1-10 月光伏新增装机量达 21.88GW; 2020 年收官两月, 在碳中和背景下行业呈现抢装态势, 国内 2020 年光伏新增最终装机量达 48.2GW。

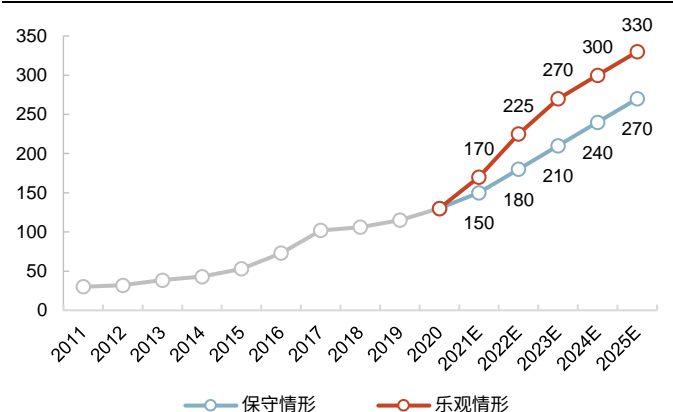
海外方面, 新增光伏装机量受到欧洲加速碳中和目标推进的正向作用和疫情反复致使建设延后, 海外 2020 年新增光伏装机量预计在 80-90GW 左右, 全球 2020 年光伏新增装机约 130GW。

图 9: 2017-2020 年我国光伏累计装机量情况



资料来源: 中电联, 光大证券研究所整理, 单位: 万千瓦

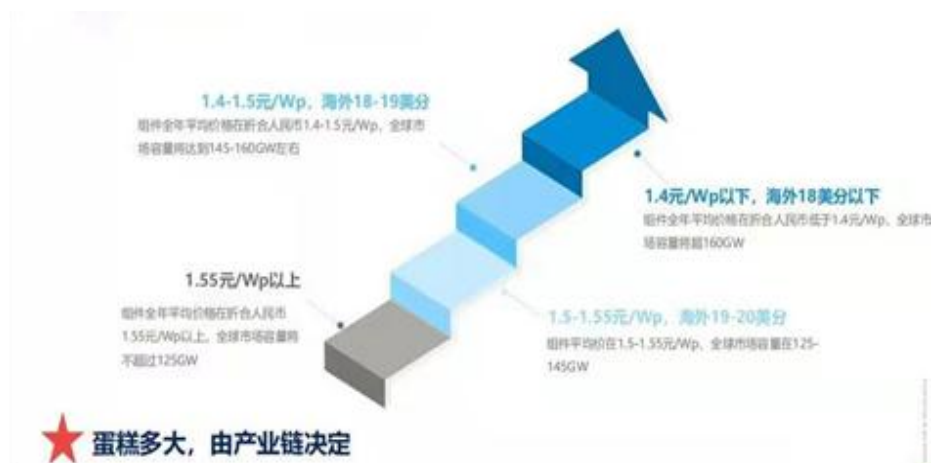
图 10: 2011-2025E 全球新增光伏装机量



资料来源: CPIA, 光大证券研究所整理, 单位: GW

2021 年需重点关注产业链价格反馈带来的光伏新增装机量波动。2021 年全产业链降价趋势将不减, 国内光伏平价时代来临后抢装情绪和政策影响正逐步消退, 影响全球光伏新增装机量的核心变量为产业链降价传导末端的组件价格。根据天合光能的测算: 若 2021 年全年组件价格均价维持在 1.5-1.55 元/W, 则全球光伏装机量预计在 125-145GW; 若 2021 年全年组件均价进一步下调至 1.4 元/W 左右, 则全球新增装机有望突破 160GW。

图 11: 2021 年将是价格决定容量的一年

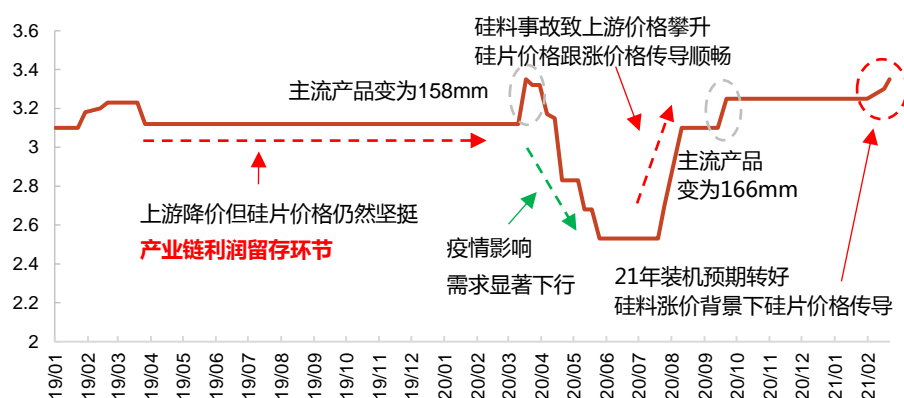


资料来源: 天合光能

硅片: 高利润留存带来大规模扩产

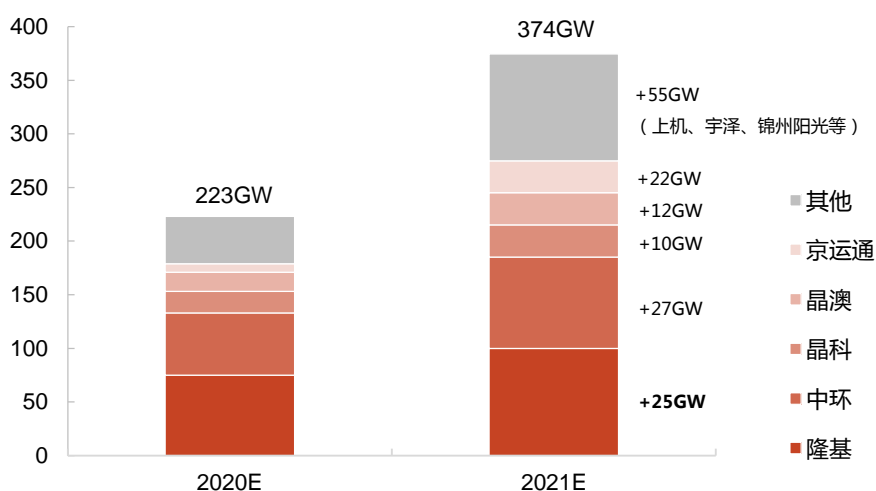
2019 年高利润带来大规模扩产。2019 年在上游环节价格下跌的情况下硅片价格依然坚挺, 单晶硅片环节相较其他供应链环节仍存在较高的利润空间, 因此各硅片企业均开启了较为激进的扩张计划, 全国单晶硅片总名义产能从 2019 年的 120GW 扩张至 2020 年的 223W。展望 2021 年, 各大硅片龙头及二、三线硅片企业仍维持了较大规模的产能扩张节奏, 2021 年底的单晶硅片名义产能有望再创新高突破 300GW; 即使在考虑到投产周期、大尺寸硅片产能替代等因素的情况下, 硅片环节在 2021 年的供给宽松形势已不可避免, 在 2021 年上游硅料价格有支撑的情况下单晶硅片价格将呈下行态势, 且龙头企业超 30% 的毛利率亦将无法维持。

图 12: 硅片价格走势



资料来源: Solarzoom, 单位: 元/片, 截至 2021 年 2 月 28 日

图 13: 2021 年硅片环节扩产情况



资料来源: Solarzoom, 单位: GW

表 2: 各企业单晶硅片、硅棒领域扩产计划

公司名称	公告/开工时间	项目名称	投资额 (亿元)	扩产规模
中环股份	2019 年 3 月	内蒙古单晶硅材料产业化五期项目	91.3	25GW
晶科能源	2019 年 4 月	乐山单晶拉棒、切方及相关配套设施建设项目	150	25GW
上机数控	2019 年 5 月	包头单晶硅拉晶项目	30	5GW
隆基股份	2019 年 2 月	楚雄单晶硅片建设二期项目	14.86	10GW
	2019 年 8 月	银川单晶硅棒硅片项目	45.86	15GW
	2019 年 12 月	曲靖单晶硅片、硅棒建设一期项目	34	10GW
	2020 年 1 月	楚雄单晶硅片建设三期项目	20	20GW
隆基股份	2020 年 3 月	腾冲单晶硅棒项目	18.37	10GW
	2020 年 2 月	邢台单晶硅棒扩产项目	-	1.2 万吨
晶澳科技	2020 年 2 月	邢台单晶硅棒扩产项目	-	1.2 万吨
雨泽半导体	2019 年 6 月	楚雄单晶硅拉棒、切片项目	18.87	5GW 单晶硅拉棒、3GW 单晶硅切片
海泰新能	2019 年 10 月	内蒙古单晶硅片项目	1.3	1GW
	2020 年 6 月	乌海高效单晶硅片项目	25	10GW
京运通	2020 年 11 月	乐山市单晶拉棒、切方一期项目	40	12GW
	2020 年 11 月	乐山市单晶拉棒、切方二期项目	30	12GW

资料来源: 各公司官网, 光大证券研究所整理, 截至 2021 年 3 月

2020 年国内硅片产业龙头纷纷提出扩产计划, 中环股份、晶科能源均提出 25GW 的扩产计划; 而隆基股份则是多次加码硅片、硅棒项目, 扩产规模达 65GW。隆基股份预计 2020 年单晶硅片产能达到 75GW、较 2019 年底提升约 67%; 中环股份预计 2020 年单晶硅片提升至 58GW, 较 2019 年底提升 93%; 两家硅片龙头均已顺利完成 2020 年扩产计划, 2020 年中环股份、隆基股份合计产能已达到单晶硅片总产能的 70% 以上。两家处于单晶硅片双寡头地位, 形成全球双寡头垄断, 并凭借高技术水平和强成本控制能力对后入场者形成竞争优势, 产能利用率远高于其他企业; 通过降价, 龙头可能会进一步整合行业, 提升自身市占率, 使中小企业的生存空间被进一步压缩。

表 3: 主要企业单晶硅片产能规划

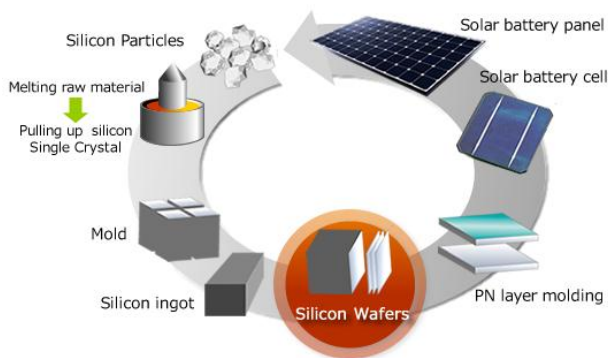
公司名称	2019	2020	2021E
中环股份	30	58	85
晶科能源	11.5	20	30
隆基股份	45	75	90
晶澳科技	8.4	18	25
京运通	5	8	20
上机数控	5	8	16
锦州阳光	3.7	5.7	9.5
通威&天合	-	-	10
宇泽	2	5	10
协鑫	2	2	7
合计	112.6	199.7	302.5
新增产能规划合计		87.1	102.8
隆基、晶科、晶澳合计 (美畅股份主要客户)		48.1	32

资料来源: Solarzoom, 单位: GW, 截至 2021 年 3 月

金刚石线切割: 成本、速度、效率更具优势, 光伏景气度背景下需求旺盛

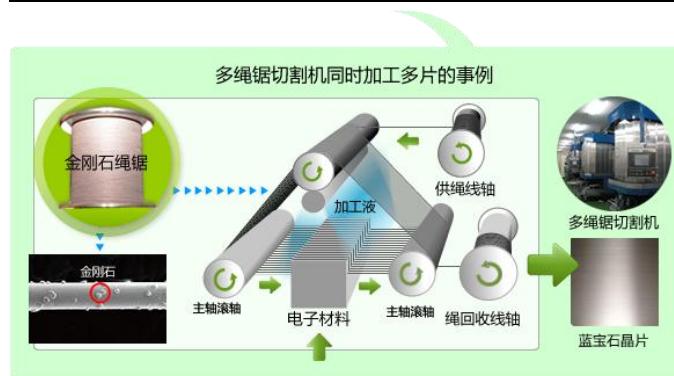
作为切片生产环节的主要工序, 硅片的切割性能将直接影响硅片的质量和光伏组件的光电转换性能, 其切割方法经历了内圆锯切割、游离磨料砂浆切割、金刚石线切割的技术升级路线, 其中每一步改进都带来了原材料利用率、切割效率的提升和硅片单位切割成本的降低; 目前主流的单、多晶硅片生产厂商已经全面采用金刚石线切割工艺。

图 14: 光伏产业链情况及金刚石线切割应用工序



资料来源: 中村超硬株式会社官网

图 15: 多绳锯切割机加工示意图



资料来源: 中村超硬株式会社官网

金刚石线切割工艺相较上一代游离磨料砂浆切割工艺具有明显优势, 主要体现在: 1) 大幅降低线耗成本; 2) 提高材料利用率, 大幅降低切割磨损; 3) 提高切割速度, 大幅提升切片效率; 4) 摒弃游离磨料砂浆切割所使用的昂贵且不环保的碳化硅等砂浆材料。因此, 最近几年金刚石线快速取代游离磨料砂浆线成为光伏行业晶硅切片的主流切割工艺。

图 16: 金刚石线切割工艺是新一代晶硅片切割工艺



资料来源: 公司招股说明书

表 4: 金刚石线切割工艺和游离磨料砂浆切割工艺的比较

对比项目	游离磨料砂浆切割	金刚石切割
切割磨损	磨料颗粒磨损约为 60μm	金刚石颗粒磨损约为 20μm
切割速度	砂浆切片机线网速度约为 580-900m/min	金刚线切片机线网速度约为 1000-1500m/min
辅料消耗	PEG 悬浮液, 较难处理	水基切割液, 较易处理

相同线径下金刚石线切割相比砂浆切割硅料损耗更低, 单位硅料的硅片产出增加 20%左右, 且砂浆切割最细线径约为 80μm

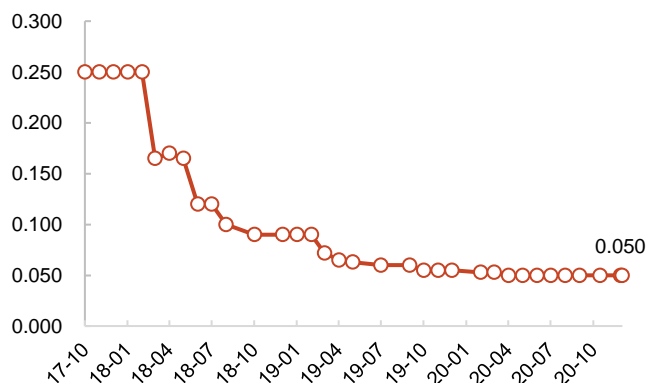
金刚线切割速度约为砂浆切割的 2~3 倍

金刚线切割工艺更为环保

资料来源: 公司招股说明书

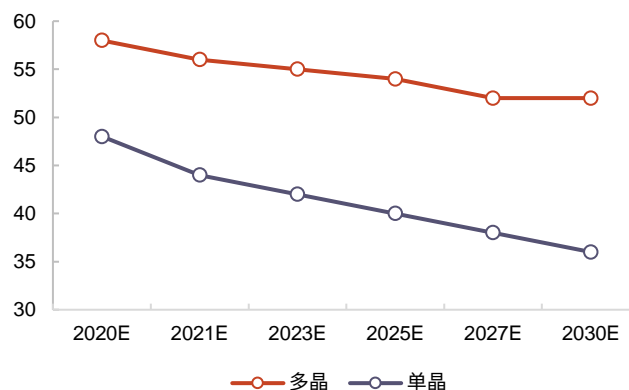
技术突破完成进口替代, 产能大规模提升致价格快速下降。金刚石线的制造和应用起源于日本, 彼时日本旭金刚石工业株式会社、日本中村超硬株式会社、日本爱德株式会社等日本企业利用其技术优势和产能规模效应基本垄断了金刚石线市场; 而随着光伏产业链逐步转移至国内, 国内企业在切割技术的下游应用、相关材料的运输等方面逐步占据优势, 叠加通过对日本技术的学习和优化, 国内企业在 2014-15 年实现了 80μm 以下用于精密切割的电镀金刚石线领域的技术突破, 技术提升、国产替代、产能规模化扩张等多方面因素推动下金刚石线的价格快速降低, 从 2012 年的约 1 元/米降低至 2020 年底的 0.05 元/米。

图 17: 金刚线价格走势



资料来源: Solarzoom, 单位: 元/米; 截至 2020 年 12 月 31 日

图 18: 金刚线母线未来趋势



资料来源: CPIA, 单位: μm

光伏高景气度背景下仍有较为旺盛的金刚石线需求。金刚石线价格的快速降低也进一步推升了其硅片切割工艺的大规模应用，根据《国际光伏技术路线图（第10版）》数据，金刚石线切割技术2018年在单晶硅片领域的渗透率为100%，在多晶硅片领域的渗透率接近90%；未来随着多晶硅片的逐步淘汰，金刚石线切割技术在晶硅切片领域的渗透率有望在较长时间维持在100%。根据CPIA对未来全球光伏新增装机的预期，随着单晶硅片占比的进一步提升，我们预计20-23年金刚石线的需求将达到4837/6353/8417/10110万公里，增速分别为6.8%/31.34%/32.50%/20.11%（20年增速较低主要系疫情影响全球光伏新增装机量）。

表5：金刚石线需求测算

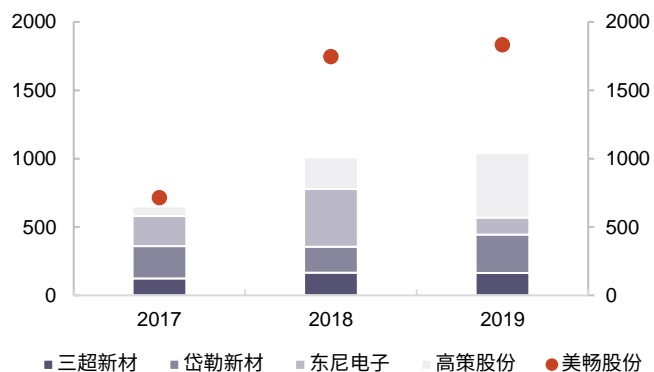
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
新增光伏装机量 (GW)	103	125	130	170	225	270
单晶硅片占比	45%	65%	90.20%	95%	96%	97%
单晶硅片产量 (亿片)	115	203	293	404	540	655
多晶硅片产量 (亿片)	141	109	32	21	23	20
金刚石线单晶硅片渗透率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
金刚石线多晶硅片渗透率	90%	91%	92%	93%	94%	95%
单晶硅金刚石线需求 (万公里)	1905	1489	440	296	317	289
多晶硅金刚石线需求 (万公里)	1732	3040	4397	6056	8100	9821
晶硅切片金刚石线需求 (万公里)	3637	4529	4837	6353	8417	10110
增速		24.51%	6.80%	31.34%	32.50%	20.11%

资料来源：公司招股说明书，CPIA，光大证券研究所测算

3、技术和规模优势推动公司市占率提升

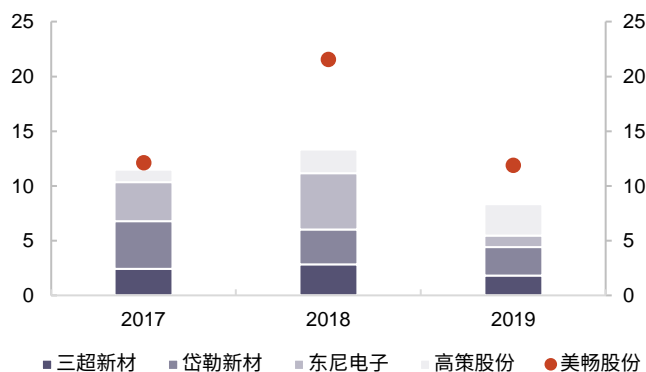
公司在销售规模/收入、市占率等方面行业领先。与其他四家主营业务包含电镀金刚石线业务且营收占比超过30%的可比公司相比（三超新材、岱勒新材、东尼电子、高测股份），公司在金刚石线的销售规模和营业收入方面均大幅领先，甚至超过四家可比公司的总和（2019年公司销售金刚石线1830万公里，可比公司共销售1041万公里；2019年公司金刚石线销售营业收入11.88亿元，可比公司总和为9.32亿元）。根据公司测算，2017-2019年公司金刚石线销售全球市占率分别为20.07%/44.80%/37.85%，位于全球首位。

图19：公司与可比公司的金刚石线销售情况对比



资料来源：公司招股说明书，单位：万公里

图20：公司与可比公司的销售收入情况对比

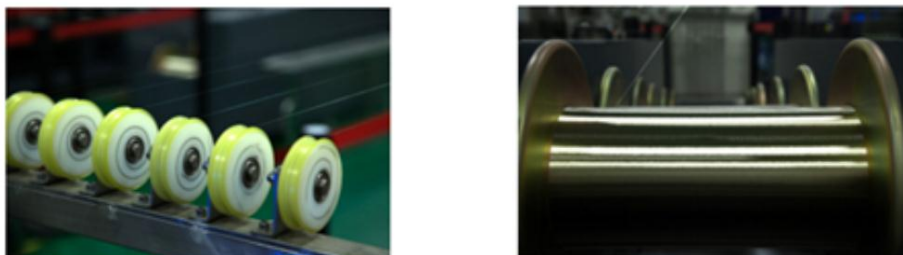


资料来源：公司招股说明书，单位：亿元

公司的核心竞争力源自技术的持续研发和进步

公司的技术优势源自自主研发的“单机六线”生产模式。公司是国际上第一个使用一套系统同时六线生产技术的金刚石线厂家，相较其他金刚石线生产企业“单机单线”或“单机双线”的生产工艺，“单机六线”在生产效率、生产规模、成本摊销等方面具有明显优势；公司生产设备完全自主研发并委托深圳超晋达生产，在造价、生产安装调试周期等方面与进口设备相比亦有显著的提升。

图 21：公司“单机 6 线”生产技术



资料来源：公司招股说明书

在研发实力和规模优势的基础上，公司为保障生产安全和提升盈利能力开始向产业链上游延伸，分别在两大主要原材料（母线 and 金刚石微粉）实现突破：母线方面，公司先后与宝武集团及奥钢联集团合作，通过研发生产金刚线母线的原材料和自主进行母线生产，已成功打破日本企业对母线原材料的垄断；金刚石微粉方面，公司自 2017 年起开始进行金刚石微粉的预镀镍处理，并于 2018 年开始金刚石微粉破碎技术的自主研发工作，成功后可基本实现金刚石微粉的自主供应。

对“五化”技术路线的研发和深化是公司核心竞争力维持的保障。在硅片生产沿着出片更多、线耗更省、切割更快、硅片更薄、良率更高的方向发展之时，公司紧跟下游需求率先提出金刚石线的“五化”技术路线，通过材料优化、工艺进步等方式在“细线化”、“省线化”、“快切化”、“低 TTV（薄片）化”、“切割高稳定化”等五大方面进一步提升金刚石线的质量、成本节约、和使用效率；未来随着光伏市场景气度的维持，金刚石线切割的使用需求仍将持续提升，公司通过技术研发有望进一步提升公司的核心竞争力，从而保障市占率的持续提升。

表 6：公司“五化”技术路线意义及优化路径

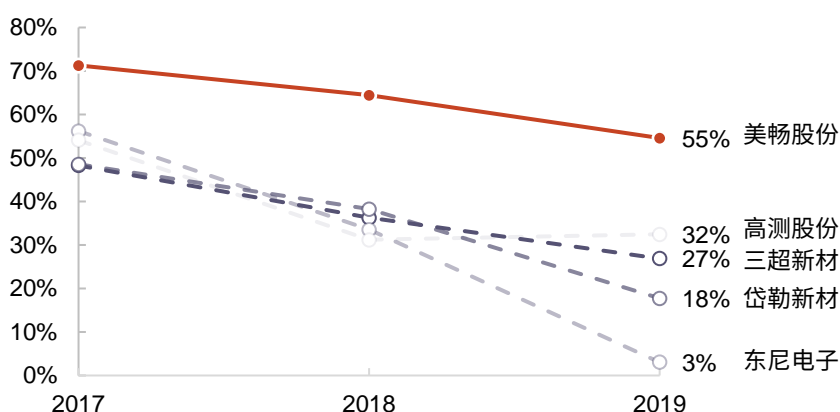
五化	技术意义	工艺优化
细线化	更小的切割损耗，节约切割成本	开发了半裸砂技术工艺；50 微米金刚石线已成功投放市场
省线化	直接降低切割耗材成本	提高金刚石线镀镍层强度，提升镀层对金刚石颗粒的把持力
快切化	提高设备利用率，提升单机产能	提高镀层和基底材料的结合力，由 2h/刀缩减至 1h/刀
低 TTV（薄片）化	提高切片表面质量，提高原材料利用率	保障线径等均匀一致性，强化高效添加剂的使用
切割高稳定化	实现硅片生产高良率	自主研发单机 6 线生产模式、金刚石颗粒 Ni 包覆技术

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

核心竞争力的优势使得公司盈利能力显著优于可比公司

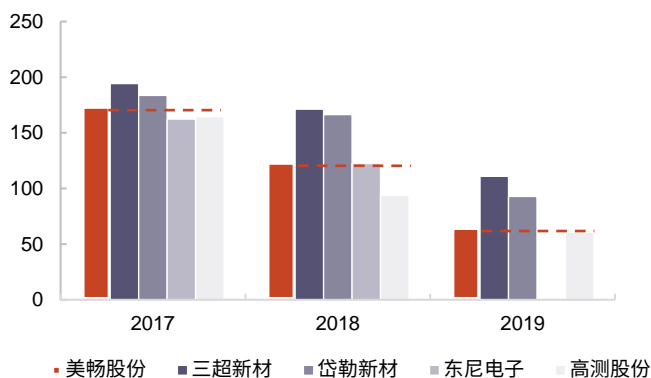
公司盈利能力显著优于可比公司，主要系公司优异的成本管控能力。与其他四家可比公司相比，公司 2017-19 年毛利率显著高于其他可比公司（公司 2019 年毛利率为 55%，高出其他可比公司 20% 以上），且盈利能力的优势还建立在公司金刚石线销售均价略低于可比公司的基础上（2019 年公司金刚石线销售均价 65 元/公里，可比公司平均为 88 元/公里）；公司领先行业的盈利能力源自公司优异的成本控制能力，公司单位成本较可比公司有显著的优势（2019 年公司单位成本 29.50 元/公里，可比公司平均为 66.13 元/公里）。

图 22：公司毛利率显著优于可比公司



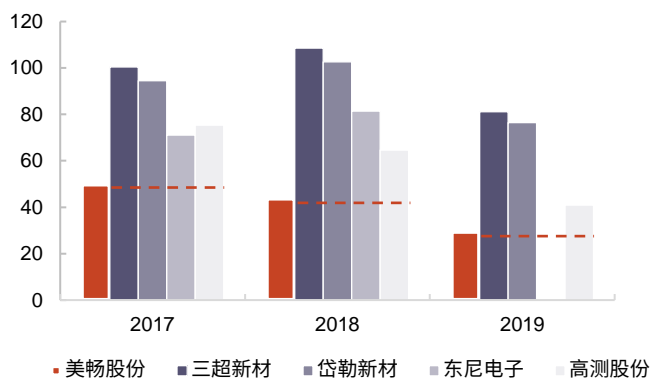
资料来源：公司招股说明书

图 23：公司与可比公司金刚石线销售均价情况



资料来源：公司招股说明书，单位：元/公里

图 24：公司与可比公司单位成本情况

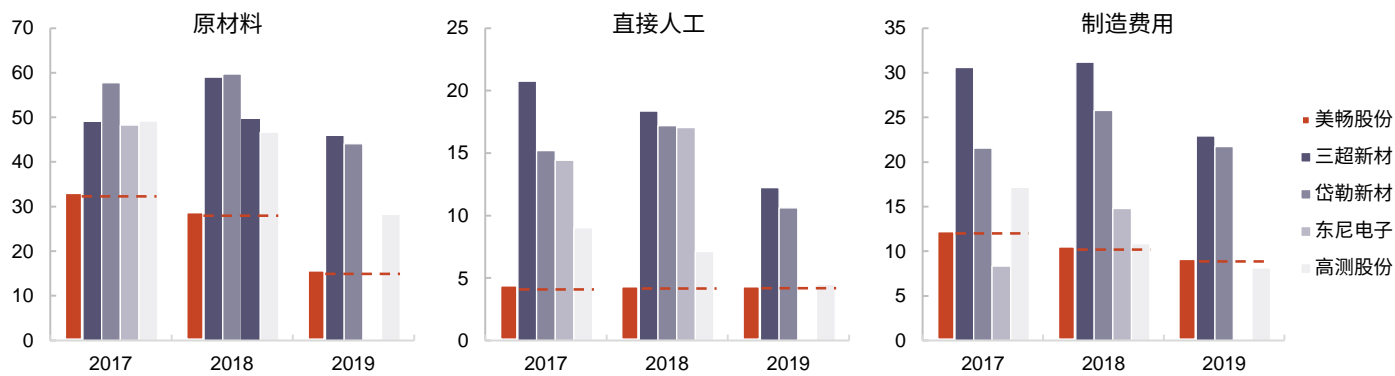


资料来源：公司招股说明书，单位：元/公里

质控优势、工艺优势、规模优势共同造就公司优异的成本管控能力。进一步拆分单位成本，公司在质控、工艺、规模等方面的优势使得公司在原材料、直接人工、和制造费用等各项成本端均低于可比公司：(1) 原材料端，公司质控管理能力较强从而带来了较高的良品率，原材料成本损耗较低，叠加规模化采购所带来的价格优势使得公司的原材料单位成本低于可比公司（2019 年公司 15.88 元/公里 vs 可比公司平均 39.42 元/公里），且未来随着公司在产业链上游的持续扩展，原材料成本有进一步下降的空间；(2) 直接人工端，公司“单机六线”工艺有着更高的生产效率和更少的人工需求，这也直接带来了直接人工单位成本的显著

降低（2019 年公司 4.40 元/公里 vs 可比公司平均 9.11 元/公里），未来人工成本有望维持在 4 元/公里左右的水平；（3）制造费用端，公司制造费用单位成本低于可比公司（2019 年公司 9.22 元/公里 vs 可比公司平均 17.60 元/公里），同样源自公司“单机六线”工艺所带来的规模效应，未来随着公司产能的进一步提升（公司 IPO 募投的 300 条金刚石线生产线扩建），制造费用单位成本有望进一步下降。

图 25：公司与可比公司各项成本拆分情况比较



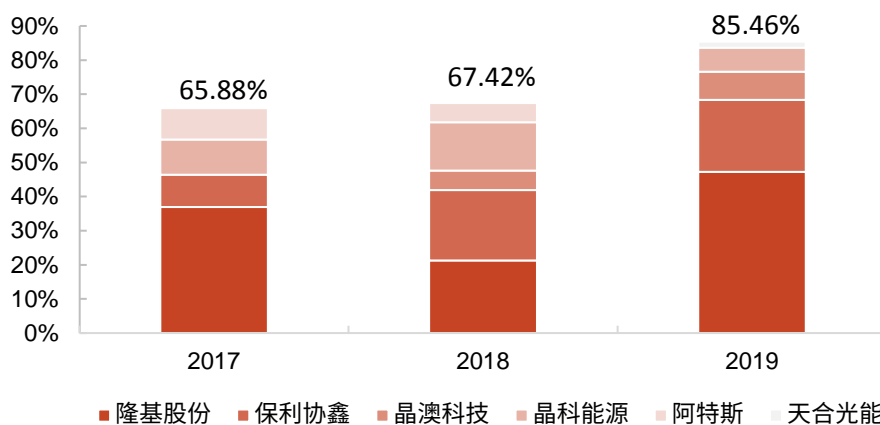
资料来源：公司招股说明书，单位：元/公里

和大客户的高度绑定也有助于未来市场占有率的进一步提升

2019 年底，全球硅片有效产能为 185.3GW，产量为 138.3GW，单多晶比例 3:1，中国凭借晶硅技术、规模化、成本控制以及产业链齐备等优势，国内光伏硅片制造领先于世界，2019 年中国产能在全球占比达到 93.7%，提升 2.9pct；产量占比达到 97.4%，提升 4.3pct。单晶硅片市场是由隆基和中环构成的双寡头格局，中环股份和隆基股份的产能分别为 30GW 和 45GW，两家合计产能为 75GW，占单晶片总产能 64%，占硅片总产能的 40%。

在硅片行业高集中度背景下，公司与主要龙头硅片公司均建立了良好的合作关系并实现了较大规模的销售收入：2019 年公司是隆基股份、保利协鑫、晶澳科技、晶科能源等四家硅片龙头公司的第一大金刚石线供应商，2019 年前五大客户的销售收入占公司总营业收入的比例进一步提升至 85.46%。2021 年隆基股份、晶科能源、晶澳科技的硅片产能扩产规划超过 50GW，公司有望进一步扩大在龙头硅片公司的销售收入，这也将进一步推动公司市占率的提升。

图 26：公司在龙头硅片公司的销售收入比例情况



资料来源：Wind

4、盈利预测

4.1、关键假设

金刚石线

公司单晶/多晶切割用金刚石线销售规模源自每年新增光伏装机需求所带来的硅片制造需求,我们按照新增光伏装机→硅片需求→金刚石线需求→公司市占率的逻辑进行测算:

(1) 新增装机方面,按照 CPIA 的预测,20-22 年全球新增光伏装机有望达到 130/170/225GW;

(2) 金刚石线需求方面,按照每块硅片 4W,每片硅片消耗金刚石线 1.5 米(来自公司招股说明书)进行测算,20-22 年全球金刚石线需求分别为 4837/6353/8417 万公里;

(3) 公司市占率方面,公司 18/19 年市占率分别为 45%/38%,在 2020 年全球单晶硅片占比显著提升的背景下公司优势将进一步凸显,假设 20-22 年公司市占率分别达到 50%/55%/60%,测算得出公司 20-22 年晶硅切割用金刚石线销量分别为 2418/3494/5050 万公里;

(4) 销售均价方面,公司晶硅切割用金刚石线价格持续下降,根据公司官网披露的产品价格,假设 20 年均价为 50 元/公里,21/22 年价格降幅维持在 10%;

(3) 毛利率方面,公司金刚石线成本仍有进一步下降空间,但价格的持续下降会小幅影响公司盈利能力,假设 20-22 年毛利率分别为 60%/59%/58%。

其他业务

公司其他业务主要系销售砂轮、变卖废品等收入,预计 20-22 年该板块营业收入增速维持在 20%,毛利率持续改善,20-22 年毛利率分别为-200%/-100%/-50%。

4.2、盈利预测

根据上述关键假设,预计公司 2020-22 年的营业收入分别为 12.15/15.79/20.54 亿元,归母净利润分别为 4.65/6.26/7.67 亿元,对应 EPS 为 1.16/1.56/1.92 元。

表 7: 公司分业务盈利预测情况

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2158	1193	1215	1579	2054
YOY		-44.70%	1.82%	29.98%	30.05%
金刚石线	2,156	1,188	1,209	1,572	2,045
其他	2	5	6	7	8
营业成本	786	531	501	659	872
金刚石线	766	505	484	645	859
其他	20	27	17	14	12
毛利率	63.6%	55.5%	58.8%	58.3%	57.6%
金刚石线	64.5%	57.5%	60.0%	59.0%	58.0%
其他	-927.6%	-455.0%	-200.0%	-100.0%	-50.0%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测,单位:百万元

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

考虑到公司的主营业务为光伏产业链环节中的金刚石线制造,且均处于行业领先地位,故我们选取其他环节市占率较高的龙头阳光电源(逆变器)、金博股份(热场)、福斯特(胶膜)等三家公司作为可比公司。三家可比公司 2021 年的平均 PE 为 40 倍。

表 8: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2019	PEG -2020	市值 (亿元)
	2021/3/5	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
阳光电源	76.93	0.61	1.34	1.96	2.52	126	57	39	31	60.46%	0.95	1120.82
金博股份	165.26	1.29	2.35	3.72	5.51	128	70	44	30	62.25%	1.13	132.21
福斯特	83.70	1.83	1.80	2.33	2.89	46	47	36	29	16.45%	2.83	644.12
		平均值				100	58	40	30	46%	1.64	
美畅股份	55.90	1.13	1.16	1.56	1.92	49	48	36	29	19.17%	2.51	223.61

资料来源:美畅股份数据为光大证券研究所预测,其余公司数据为 Wind 一致性预期

根据可比公司 PE 值,综合考虑公司作为金刚线环节龙头,产能、出货及成本控制能力行业领先,且公司提出的“五化”技术路线也高度契合未来硅片环节的发展趋势(单晶、薄片等),我们看好公司市占率的持续提升和高盈利能力的维持,给予公司 2021 年合理估值水平(PE)40 倍,对应目标价 62.58 元。

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率:由于美畅股份是国内最大的金刚石线生产制造企业,在碳中和背景下有望维持稳定增长态势,故假设长期增长率为 2%;
- 2、 β 值选取:采用申万二级-电力设备新能源的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率:我们预测公司未来税收政策较稳定,结合公司过去几年的实际税率,假设公司未来税率为 15%。

表 9: 绝对估值核心假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (levered)	0.95
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.28%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	5270.16
Vd	0.00

目标资本结构	0.00%
WACC	7.28%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1627.83	6.46%
第二阶段	6605.45	26.20%
第三阶段 (终值)	16978.58	67.34%
企业价值 AEV	25211.86	100.00%
加：非经营性净资产价值	-148.20	-0.59%
减：少数股东权益 (市值)	21.04	-0.08%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	25042.62	99.33%
股本 (百万股)	400.01	
每股价值 (元)	62.60	
PE (隐含)	53.90	
PE (动态)	48.13	

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：敏感性分析表

长期增长率 \ WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.28%	68.62	73.78	80.15	88.21	98.71
6.78%	61.47	65.53	70.44	76.50	84.15
7.28%	55.50	58.75	62.60	67.27	73.03
7.78%	50.44	53.07	56.16	59.83	64.26
8.28%	46.10	48.26	50.76	53.70	57.19

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	62.60	46.10 - 98.71	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	61.07	44.56 - 97.18	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法，公司合理估值水平为 53.07-76.50 元（敏感性±0.5%区间）；根据 APV 估值法，公司合理估值水平为 51.53-74.96 元（敏感性±0.5%区间）。

5.3、估值结论与投资评级

我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 12.15/15.79/20.54 亿元，归母净利润分别为 4.65/6.26/7.67 亿元，对应 EPS 为 1.16/1.56/1.92 元，当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 48/36/29 倍。参考可比公司相对估值及绝对估值，给予公司 2021 年合理估值水平 (PE) 40 倍，对应目标价 62.58 元。公司作为金刚线龙头 17-19 年金刚线出货量维持全球第一，其提出的“五化”技术路线也高度契

合未来硅片环节的发展趋势（单晶、薄片等），我们看好公司市占率的持续提升和高盈利能力的维持，首次覆盖给予“增持”评级。

5.4、 股价驱动因素

(1) **公司出货量超预期**：公司近三年金刚线出货量均位居行业第一，未来如果公司可以保持出货量优势乃至进一步扩大，且成本控制的优势也有助于公司维持盈利能力，则公司市占率的超预期提升将带来显著业绩增厚。

(2) **市场风格转向“碳中和”、光伏**。光伏是我国实现“碳中和”目标的重要发展路径，市场风格转向“碳中和”有望带动资金流入相关领域并推升市场情绪。

6、 风险分析

(1) 因疫情或突发事件致光伏行业装机不及预期，从而使得公司金刚石线出货情况不及预期，进而影响公司业绩；

(2) 金刚石线售价下降趋势超出市场预期，影响公司金刚石线销售盈利能力，进而影响公司业绩。

(3) 公司于 2020 年 8 月上市，估值波动相对明显，未来存在调整风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,158	1,193	1,215	1,579	2,054
营业成本	786	531	501	659	872
折旧和摊销	45	58	57	82	129
税金及附加	27	12	12	16	21
销售费用	40	39	36	47	62
管理费用	45	40	36	47	99
研发费用	51	93	97	126	154
财务费用	-5	-6	-16	-31	-32
投资收益	1	4	2	2	2
营业利润	1,194	519	545	734	900
利润总额	1,198	472	547	736	902
所得税	174	63	82	110	135
净利润	1,024	409	465	626	767
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	1,024	408	465	626	767
EPS(按最新股本计)	2.85	1.13	1.16	1.56	1.92

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	973	352	372	530	675
净利润	1,024	408	465	626	767
折旧摊销	45	58	57	82	129
净营运资金增加	223	-223	131	252	329
其他	-318	109	-281	-431	-550
投资活动产生现金流	-20	-16	-30	-498	-500
净资本支出	-21	-6	-32	-502	-502
长期投资变化	2	0	0	0	0
其他资产变化	-2	-10	2	4	2
融资活动现金流	-650	-288	1,767	31	32
股本变化	250	0	40	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-204	26	-61	10	60
净现金流	303	47	2,109	63	207

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	63.6%	55.5%	58.8%	58.3%	57.6%
EBITDA 率	57.3%	55.7%	49.5%	49.5%	48.5%
EBIT 率	55.1%	50.4%	44.8%	44.3%	42.3%
税前净利润率	55.5%	39.5%	45.0%	46.6%	43.9%
归母净利润率	47.5%	34.2%	38.2%	39.6%	37.3%
ROA	67.9%	24.6%	12.2%	14.1%	14.5%
ROE (摊薄)	81.6%	29.6%	12.9%	14.8%	15.4%
经营性 ROIC	64.5%	37.9%	31.2%	27.6%	25.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	17%	17%	6%	5%	5%
流动比率	4.53	4.71	18.09	18.32	15.74
速动比率	3.45	3.60	16.85	16.94	14.35
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,509	1,662	3,816	4,452	5,278
货币资金	325	372	2,481	2,544	2,751
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	213	168	164	171	185
应收票据	159	256	364	474	616
其他应收款 (合计)	2	2	2	3	4
存货	231	259	225	263	349
其他流动资产	16	30	30	30	30
流动资产合计	969	1,103	3,282	3,498	3,952
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	439	432	429	837	1,204
在建工程	27	46	24	37	44
无形资产	31	29	28	27	26
商誉	0	8	8	8	8
其他非流动资产	8	2	2	2	2
非流动资产合计	540	559	534	953	1,326
总负债	253	279	218	227	288
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	128	103	100	86	113
应付票据	19	77	50	66	87
预收账款	11	1	0	0	0
其他流动负债	0	2	2	2	2
流动负债合计	214	234	181	191	251
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	5	5	5	5
非流动负债合计	39	45	37	37	37
股东权益	1,255	1,383	3,598	4,224	4,991
股本	360	360	400	400	400
公积金	381	422	2,153	2,153	2,153
未分配利润	515	593	1,037	1,663	2,430
归属母公司权益	1,255	1,375	3,591	4,216	4,983
少数股东权益	0	8	8	8	8

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.87%	3.31%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	2.08%	3.32%	3.00%	3.00%	4.80%
财务费用率	-0.22%	-0.53%	-1.32%	-1.99%	-1.54%
研发费用率	2.36%	7.77%	8.00%	8.00%	7.50%
所得税率	14%	13%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.70	0.98	0.93	1.32	1.69
每股净资产	3.49	3.82	8.98	10.54	12.46
每股销售收入	5.99	3.31	3.04	3.95	5.13

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	20	49	48	36	29
PB	16.0	14.6	6.2	5.3	4.5
EV/EBITDA	16.6	30.5	33.7	26.0	20.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------