

# 坚定卡位光伏胶膜确定性赛道

光伏胶膜后起之秀，近7年营收、净利润CAGR分别为39%、38%，随着光伏需求持续增长，依靠产品研发和精益运营获得发展空间，上市进一步助力快速发展和盈利能力提升。

## 核心观点

- **碳中和迎光伏大发展，胶膜为最确定性赛道。**在多国“碳中和”目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下，光伏需求增长确定，其中光伏胶膜是相对光伏其它环节更为确定的赛道，技术演进有序（新技术的适配）、格局相对稳定，与装机正相关，预计2025年全球光伏胶膜需求38亿平方米，2019-2025年CAGR达17%。
- **供应链多元化需求下，后起之秀拐点来临。**过往胶膜赛道一超多强格局，但组件厂基于供应链考虑，有意保持格局多元化，优质二线龙头崭露头角。2016-2018行业价格战淘汰很多中小对手，但公司凭借研发和效率仍然保持扩产节奏。下阶段，我们认为随着公司上市融资，减少资金成本，提升运营效率，盈利水平与行业龙头相近，不断实现份额的扩大。
- **深度绑定龙头客户，坚定市场份额目标。**1) 研发效率高：2020H1研发费用率4%，创始人（交大高分子专业）主管研发，及时跟随技术变化；2) 扩产迅速，2021-2022年市占率目标18%、25%，前六大组件厂预计2021年扩85GW，公司围绕大客户基地进行轻资产布局（与政府合作厂房等）；3) 提升盈利能力：随着公司上市融资和规模优势逐步建立，通过减少代销代采+补充运营资金缩小净利率差异，不断提升盈利能力。

## 财务预测与投资建议

我们预测公司2020-2022年EPS为2.63/4.70/6.53元，参考可比公司，我们认为目前公司合理估值为2021年的33倍PE，对应目标价位154.95元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

光伏装机量低于预期；市场拓展不及预期；原材料涨价影响；价格不及预期；产能不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	715	1,063	1,483	4,043	5,655
同比增长(%)	11.1%	48.6%	39.5%	172.6%	39.9%
营业利润(百万元)	28	70	238	426	593
同比增长(%)	-29.8%	152.6%	240.4%	78.8%	39.3%
归属母公司净利润(百万元)	28	67	221	395	548
同比增长(%)	-21.8%	142.2%	230.4%	78.5%	39.0%
每股收益(元)	0.33	0.80	2.63	4.70	6.53
毛利率(%)	13.9%	14.9%	22.5%	19.9%	20.2%
净利率(%)	3.9%	6.3%	14.9%	9.8%	9.7%
净资产收益率(%)	6.3%	13.5%	33.8%	24.1%	19.7%
市盈率	337.3	139.3	42.2	23.6	17.0
市净率	20.7	17.2	12.2	3.7	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

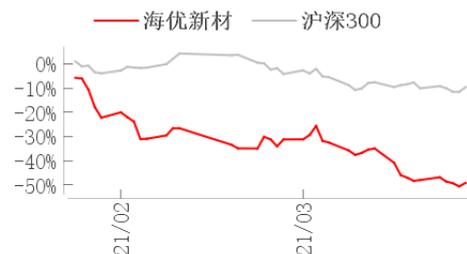


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年03月26日)	110.86元
目标价格	154.95元
52周最高价/最低价	236/104.07元
总股本/流通A股(万股)	8,402/1,933
A股市值(百万元)	9,314
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2021年03月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.21	-26.05		
相对表现	0.05	-23.83		
沪深300	-2.26	-2.22	7.39	21.34



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 郑华航  
021-63325888\*6110  
zhenghuahang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520100001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

公司简介：光伏胶膜后起之秀 .....	5
碳中和迎光伏大发展，胶膜为最确定性赛道 .....	7
全球迎来低碳共振，胶膜尽享光伏成长赛道 .....	7
供应链多元化需求下，后起之秀拐点来临 .....	10
胶膜行业重运营效率，EVA 树脂成本占据大头 .....	10
上市融资助力扩张，绑定龙头客户快速发展 .....	12
高度重视技术研发，保障产品性能领先 .....	12
成本差距缩小，盈利能力提升 .....	14
深度绑定龙头客户，多地布局产能规划 .....	17
财务分析：盈利能力提升，资产负债率改善 .....	19
盈利预测与投资建议 .....	22
盈利预测 .....	22
投资建议 .....	23
风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 公司营业收入稳步增长 (百万元、%) .....	6
图 3: 近两年公司净利润大幅增长 (百万元、%) .....	6
图 4: 公司毛利结构 (%) .....	6
图 5: 公司毛利率 (%) .....	6
图 6: 公司股权结构 (截至 2021 年 1 月 22 日) .....	7
图 7: 常规单面光伏组件结构示意图 .....	8
图 8: 双玻组件结构示意图 .....	8
图 9: 全球光伏新增装机规模 (GW) .....	8
图 10: 高端胶膜渗透率有望不断提升 (%) .....	9
图 11: 全球光伏胶膜出货量统计 (亿平方米) .....	10
图 12: 2019 年全球光伏胶膜市场格局 (%) .....	10
图 13: 透明 EVA 胶膜成本拆分 (元/m <sup>2</sup> 、美元/吨) .....	11
图 14: 白色增效 EVA 胶膜成本拆分 (元/m <sup>2</sup> 、美元/吨) .....	11
图 15: EVA 树脂单耗基本维持稳定 (kg/m <sup>2</sup> ) .....	11
图 16: 2019 年中国 EVA 树脂行业客户结构 (%) .....	12
图 17: 公司研发费用率高于行业龙头 (%) .....	14
图 18: 公司与行业龙头研发费用比值不断增长 (亿元、%) .....	14
图 19: 公司营业收入增速较快 (亿元、%) .....	14
图 20: 光伏胶膜业务公司与福斯特毛利率差距缩小 (%) .....	14
图 21: 公司 EVA 树脂不同采购方式下采购单价及差异费率 (元/吨、%) .....	15
图 22: 福斯特光伏胶膜单位产品成本 (元/m <sup>2</sup> ) .....	16
图 23: 海优新材光伏胶膜单位产品成本 (元/m <sup>2</sup> ) .....	16
图 24: 销售费用率对比 (%) .....	16
图 25: 运输及出口杂费率对比 (%) .....	16
图 26: 管理费用率对比 (%) .....	17
图 27: 财务费用率对比 (%) .....	17
图 28: 公司净利率对比 (%) .....	17
图 29: 公司前五大客户占比 (%) .....	18
图 30: 2020H1 公司客户结构 (%) .....	18
图 31: 公司光伏胶膜有效产能 (亿平方米、%) .....	19
图 32: 可比公司 2019 年产品收入结构差异 .....	20
图 33: 可比公司资产负债率 (%) .....	20

图 34: 可比公司速动比率 (%)	20
图 35: 可比公司存货周转天数 (天)	21
图 36: 可比公司应收账款周转天数 (天)	21
图 37: 可比公司 ROE (%)	21
图 38: 可比公司销售净利率 (%)	21
图 39: 可比公司资产周转率 (次)	22
图 40: 可比公司权益乘数	22
图 40: 可比公司估值表 (截止 2021 年 3 月 23 日收盘)	23
表 1: 全球光伏胶膜需求及市场规模测算 (GW、亿平方米、元/平方米、%、亿元)	9
表 2: 2021-2022 年光伏级 EVA 树脂扩产计划 (万吨)	12
表 3: 可比公司产品核心关键指标	13
表 4: 公司不同销售方式下的产品定价及结算方式	15
表 5: 主要组件厂商产能及出货量测算 (GW)	18
表 6: 公司光伏胶膜扩建项目 (亿元、亿平方米)	19

## 公司简介：光伏胶膜后起之秀

**光伏胶膜后起之秀，研发和质量引领发展。**上海海优威新材料股份有限公司成立于 2005 年，2021 年科创板上市，专注于特种高分子薄膜相关产品，应用于新能源、新材料领域。2010 年公司第一条 EVA 胶膜生产线投产，2013 年推出并量产抗 PID 型 EVA 胶膜，2014 年成功研发预交联白色 EVA 增效胶膜并于 2015 年量产，2018 年实现 POE 胶膜量产，并于 2019 年推出多层共挤 POE 胶膜（帮助组件厂提升生产效率，获得大客户认可并推广）。目前，公司已形成以 EVA、POE 胶膜等封装胶膜为主的产品结构，包括透明 EVA 胶膜、白色增效 EVA 胶膜、POE 胶膜及其他高分子胶膜等，主要应用于光伏行业，以及建材玻璃、汽车玻璃及电子显示行业等涉及透明封装的应用领域。总之，在龙头胶膜公司压低全行业盈利的阶段，公司依靠领先一步的产品研发和工厂精益运营赢得收益，获得了宝贵的发展空间。

图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**近 7 年营收、净利润 CAGR 分别为 39%、38%。**2012 年公司营业收入 1.05 亿元，2019 年公司营业收入 10.63 亿元，近 7 年营业收入 CAGR 达到 39%，营收实现稳步增长；2012 年公司净利润 760.26 万元，2019 年公司净利润 6688.05 万元，近 7 年净利润 CAGR 达到 38%，其中 2017-2018 年净利润下降主要系产业链降价（龙头胶膜公司自 2016Q3 开始发动价格战）。随着 2019 年公司扩产带来销量增长 50%，2019 年公司净利润大幅增长。2020 年前三季度，公司实现营业收入 9.07 亿元，同比增长 24.38%，实现归母净利润 1.16 亿元，同比增长 172.70%，净利润增速远超营收增速，主要是疫情后产业链需求恢复，叠加胶膜涨价和 EVA 树脂库存溢价，毛利率提升。

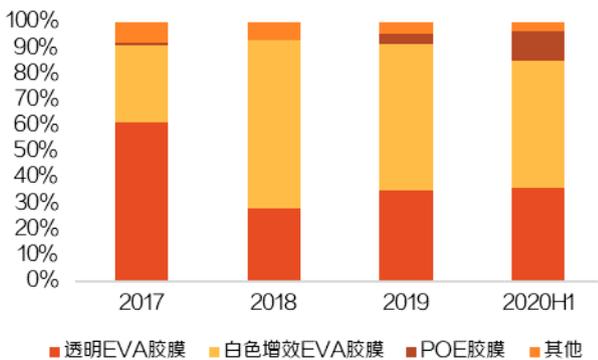
**图 2：公司营业收入稳步增长（百万元、%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

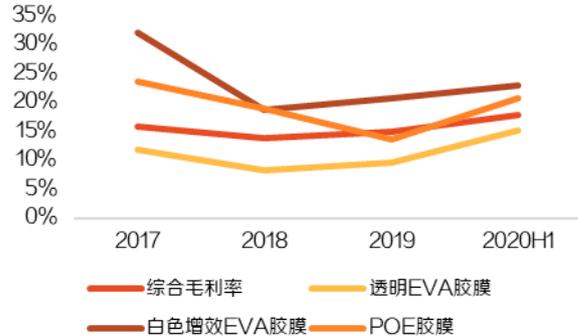
**图 3：近两年公司净利润大幅增长（百万元、%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

透明 EVA 和白色胶膜贡献主要利润，POE 胶膜毛利占比有所提升。从毛利结构来看，透明 EVA 胶膜与白色增效 EVA 胶膜贡献主要毛利，2019 年公司研发推出多层共挤 POE 胶膜并受客户认可，使得 POE 胶膜利润占比有所提升。从毛利率水平来看，2017-2020H1 综合毛利率呈现 V 型态势。细分产品来看，透明 EVA 胶膜与白色增效 EVA 胶膜毛利率呈现先降后升的趋势，主要系透明 EVA 适配白膜造成产品克重增加，白膜新产品溢价减少，叠加 2018 年行业政策影响。2019 年随着行业需求回暖，公司产能扩张带来的规模效应，产品毛利率提升；POE 胶膜方面，2017-2019 年毛利率呈现下降趋势，主要系 2018 年公司进行技改增加制造费用以及 2019 年推多层共挤 POE 胶膜的初期存在调试成本，使得毛利率下行，2020H1 随着 POE 胶膜生产工艺的成熟和供应商结构优化，POE 胶膜毛利率有所提高。可以看出，公司率先推出的新型胶膜产品可以获取阶段性的定价和毛利率，在行业价格战阶段争取到发展空间。

**图 4：公司毛利结构（%）**


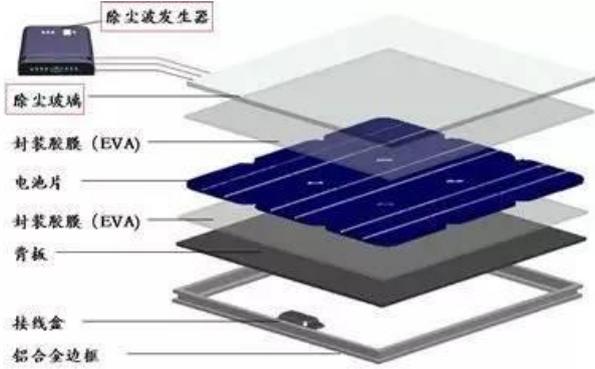
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**图 5：公司毛利率（%）**


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

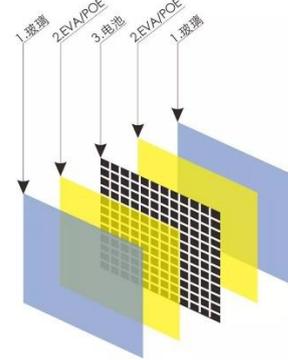


图 7：常规单面光伏组件结构示意图



数据来源：百度图片，东方证券研究所

图 8：双玻组件结构示意图



数据来源：百度图片，东方证券研究所

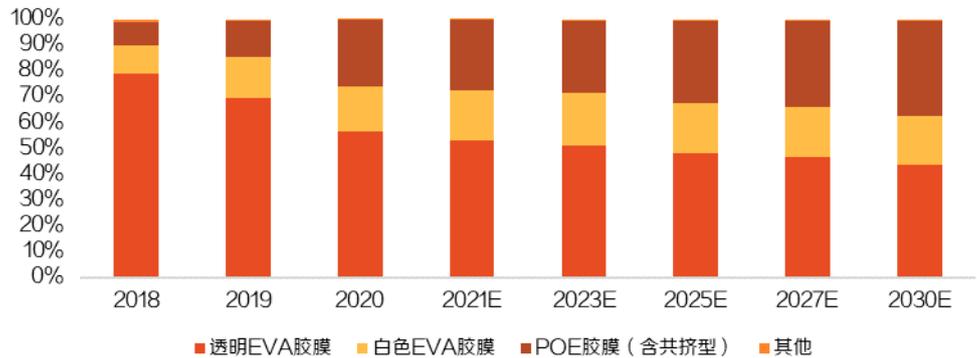
全球达成碳中和共识，光伏需求有望加速增长。2021 年国内迎来平价元年，行业补贴全面退坡；根据国家能源局统计，合计平价储备项目超 50GW，预计 2021 年国内光伏装机 50-60GW；海外需求有望在迎来推迟的需求+内生需求双重叠加，预计 2021 年海外光伏装机 100-110GW，全球合计为 160-170GW。长期来看，国内碳中和背景下，我们以 25%非化石能源占比为基础，**2030 年** 测算得到的风光累计装机超过 **1600GW**，其中国内光伏每年新增装机约为 **81GW**，远高于 2020 年的约 **42GW** 水平。在各国“碳中和”目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下，光伏需求增长确定。

图 9：全球光伏新增装机规模（GW）



数据来源：CPIA，东方证券研究所

透明 EVA 仍占据主导地位，双玻组件渗透带动 POE 占比提升。从产品结构上看，截至 2020 年，常规的透明 EVA 的出货占比 56.7%，同比降低 12.9pcts，白色 EVA 的出货占比 17.5%，同比提升 1.9pcts，POE 胶膜（含共挤型）的出货占比 25.5%，同比提升 11.2pcts，主要系双玻组件市场占比的提升。我们认为，随着未来双玻组件市场占比的提升，单层 POE 胶膜和共挤型 POE 市场占比将进一步增大。

**图 10：高端胶膜渗透率有望不断提升（%）**


数据来源：CPIA，东方证券研究所

**2025 年全球光伏胶膜需求 38 亿平方米，2019-2025 年 CAGR 达 17%。**基于 CPIA 对全球光伏装机规模的中性预测以及胶膜产品结构占比预测，假设容配比为 1.2，预计 2020、2021、2023、2025 年 1GW 组件对应胶膜 1003、972、960、960 万平方，测算到 2025 年全球光伏胶膜需求量达 38 亿平方米，2019-2025 年 CAGR 达到 17%，2025 年全球光伏胶膜市场规模 314 亿元，2019-2025 年 CAGR 达 18%。

**表 1：全球光伏胶膜需求及市场规模测算（GW、亿平方米、元/平方米、%、亿元）**

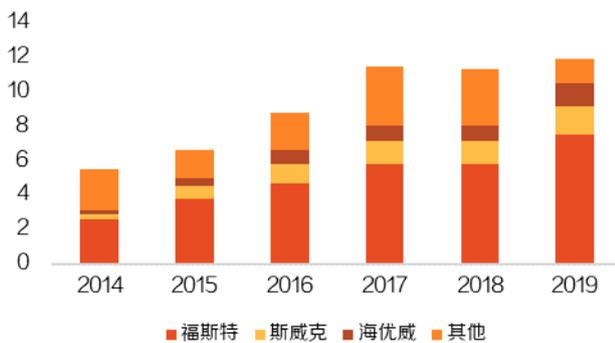
	2019	2020	2021E	2023E	2025E
全球光伏装机规模（GW）	115	130	170	270	330
全球光伏胶膜需求（亿平方米）	15	16	19	31	38
透明 EVA 胶膜占比（%）	70%	57%	53%	51%	48%
白色 EVA 胶膜占比（%）	16%	18%	19%	20%	19%
POE 胶膜（含共挤型）占比（%）	14%	26%	27%	28%	32%
透明 EVA 胶膜单价（元/平方米）	7.3	8.2	10.0	8.2	7.7
白色 EVA 胶膜单价（元/平方米）	8.0	8.7	10.5	8.5	8.0
POE 胶膜（含共挤型）单价（元/平方米）	11.0	11.8	12.0	10.0	9.4
透明 EVA 胶膜市场规模（亿元）	75	73	100	131	142
白色 EVA 胶膜市场规模（亿元）	19	24	38	53	58
POE 胶膜（含共挤型）市场规模（亿元）	23	47	60	87	114
<b>全球光伏胶膜市场规模（亿元）</b>	<b>117</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>271</b>	<b>314</b>

资料来源：CPIA、招股说明书，东方证券研究所测算

## 供应链多元化需求下，后起之秀拐点来临

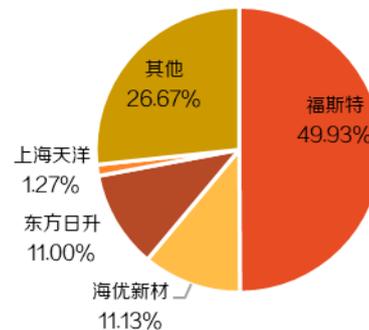
光伏胶膜一超多强格局，但大浪淘沙下优秀龙头崛起。2019 年福斯特、海优新材、东方日升（斯威克）占比分别为 50%、11%及 11%。长期来看龙头公司市占率保持在 50%以上，但组件厂商基于供应链角度，有意保持格局多元化；另一方面，龙头公司通过 2016-2018 价格战淘汰了很多盈利能力低的中小竞争对手，但优质二线龙头凭借研发和效率仍然保持了一定的扩产节奏。下一阶段，我们认为随着海优新材上市融资成功，可以减少代采代销成本，公司运营效率提升，与龙头的利润差距不断缩小，实现份额的不断扩大。

图 11：全球光伏胶膜出货量统计（亿平方米）



数据来源：各公司年报，CPIA，东方证券研究所测算

图 12：2019 年全球光伏胶膜市场格局（%）

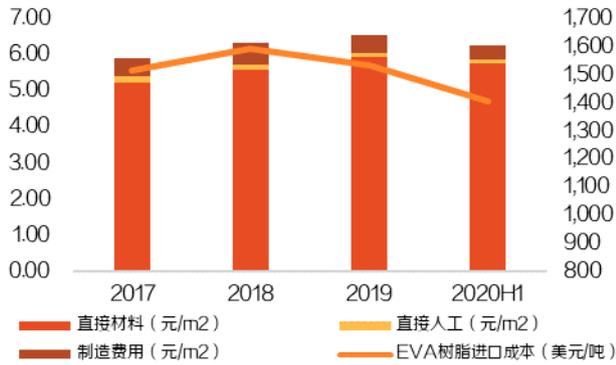


数据来源：海优新材招股说明书，东方证券研究所

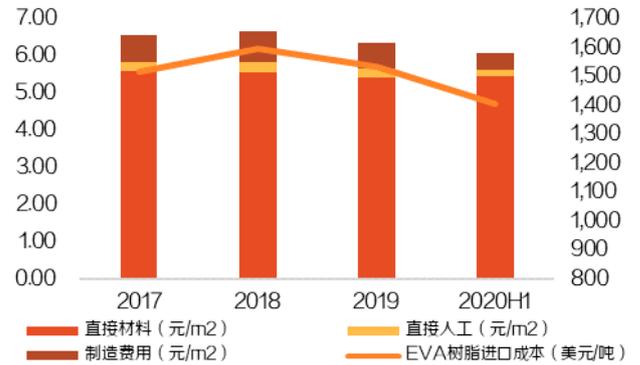
## 胶膜行业重运营效率，EVA 树脂成本占据大头

**EVA 树脂占胶膜成本 85%以上，最终比拼规模和运营效率。**海优新材透明 EVA 直接材料成本（主要是 EVA 树脂）的占比由 2017 年的 88%提升至 2020H1 的 92%，白膜直接材料成本（90% EVA 树脂+10%白色填料）的占比由 2017 年的 85%提升至 2020H1 的 90%。从绝对值角度，虽然 2019-2020H1 EVA 树脂进口价格在下降，但考虑到透明 EVA 产品适配白膜带来的克重提升，因而透明 EVA 直接材料成本提升，叠加其它成本下降，因而 EVA 树脂成本占比提升。横向对比来看，海优新材与龙头公司 EVA 树脂单耗基本一致（维持在 0.44-0.49 千克/平米），2018 年单耗增加主要是因为白膜出货比例增加，透明 EVA 适配白膜增加单耗，短期或因产能有限会优化产品和客户结构带来单耗差异，长期市场份额稳定后预计单耗差异很小。

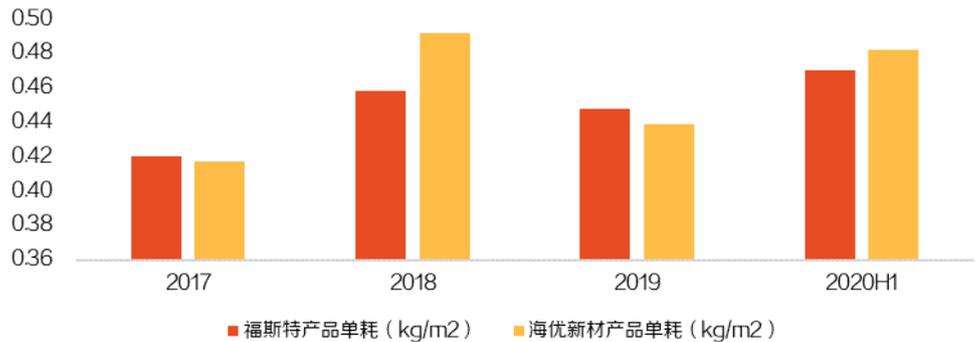
从规模和效率来看，海优新材稳健走出趋势，产能由 2017 年的 0.87 亿平提升至 2020E 的 2 亿平，透明 EVA 直接人工成本由 2017 年的 0.19 元/平米降低至 2020H1 的 0.11 元/平米，制造费用成本由 2017 年的 0.50 元/平米降低至 2020H1 的 0.41 元/平米；白膜直接人工成本由 2017 年的 0.25 元/平米降低至 2020H1 的 0.17 元/平米，制造费用成本由 2017 年的 0.75 元/平米降低至 2020H1 的 0.48 元/平米。可以看出，胶膜赛道二线龙头能够最终胜出的一定是产品质量过硬、运营效率极致、逐步建立规模优势的企业。

图 13: 透明 EVA 胶膜成本拆分 (元/m<sup>2</sup>、美元/吨)


数据来源: 海优新材招股说明书, 东方证券研究所

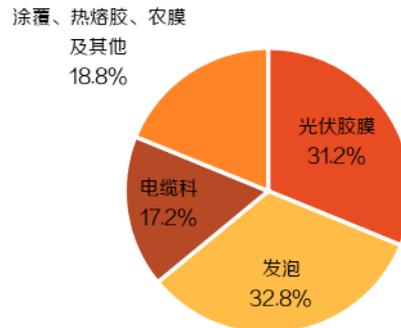
 图 14: 白色增效 EVA 胶膜成本拆分 (元/m<sup>2</sup>、美元/吨)


数据来源: 海优新材招股说明书, 东方证券研究所

 图 15: EVA 树脂单耗基本维持稳定 (kg/m<sup>2</sup>)


数据来源: 各公司公告, 招股说明书, 东方证券研究所

**EVA 树脂供需维持紧平衡, 全球产能扩产进行中。**从 EVA 树脂行业客户结构来看, 过去主导的发泡制品需求从 2008 年的 60%左右下降到目前的 33%, 而光伏材料需求则快速增长到 31%, 成为第二大来源。**2021 年 EVA 树脂供需分析**, 从需求端我们预计光伏装机 160-170GW, 相比 2020 年增量在 30-40GW, 对应 EVA 树脂需求增量在 15-20 万吨。从供给端来看, 首先从增量角度, 现有产能由非光伏级切换到光伏级贡献 5-8 万增量, 新增产能预计 2021Q4 释放 10 万吨, 基本满足需求, 若新产能投产不及时, 可能会紧平衡; 其次, 2020Q4 预计光伏装机 40GW 以上, 对应 EVA 树脂需求量在 20 万吨, 如 2021 季度间装机呈现不平衡, 则 EVA 树脂供应或紧张。展望后期, 根据产业调研数据, 未来两年全球 EVA 树脂的扩产量在 60-80 万吨, 基本能够对应未来光伏需求增长。

**图 16：2019 年中国 EVA 树脂行业客户结构（%）**


数据来源：智研咨询，东方证券研究所

**表 2：2021-2022 年光伏级 EVA 树脂扩产计划（万吨）**

名称	制程	预计新增光伏产能（万吨）
湖石化工	管式	20
TPC	釜式	6
台塑	釜式	5
中石化扬子	釜式	5
浙江石化	釜式+管式	10
中化泉州	釜式	5
榆林能化	釜式	10
中科炼化	釜式	5
合计		66

资料来源：相关网站、草根调研，东方证券研究所

## 上市融资助力扩张，绑定龙头客户快速发展

### 高度重视技术研发，保障产品性能领先

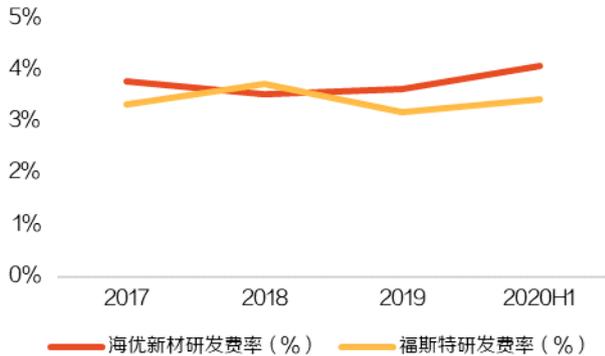
以产品质量为锚，始终追求领先一步。胶膜对品质的要求主要聚焦在透光率、隔水气高反射率（下层胶膜）等要求，初步对比光学性能、电性能和耐候指标三个维度，公司与行业内龙头企业基本处于同一水平。但从实战经历来看，公司 2014 年成功研发白膜（依靠技术突破获取阶段性溢价）、2018 年实现 POE 胶膜量产（能够及时跟随产业变化），2019 年推多层共挤 POE 胶膜（帮助组件厂提升生产效率，获得大客户认可并推广），公司的研发和质量始终走在前列，即使龙头公司快速推出同类产品，但也为公司的发展争取到了关键的时间和空间。

表 3: 可比公司产品核心关键指标

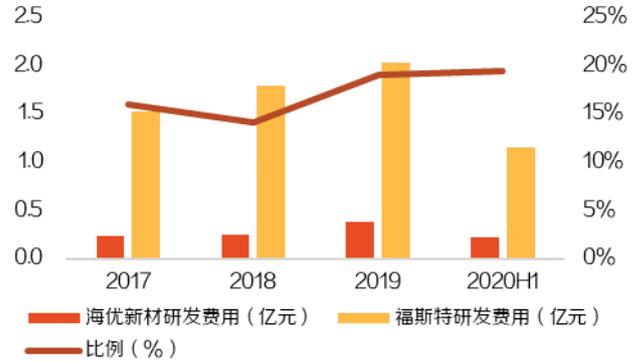
类别	公司名称	光学指标 (%)	电性能 ( $\Omega\cdot\text{cm}$ )	耐候指标 (AYI)	
		光透过率/光反射率	体积电阻率	抗紫外能力	抗湿热能力
透明 EVA 胶膜	福斯特	$\geq 91$ (1100nm-380nm)	$\geq 1.0 \times 10^{15}$	$\leq 5$ (60kwh/m <sup>2</sup> )	$\leq 5$ (DH1000hr)
	斯威克	$\geq 91$ (1100nm-380nm)	$> 1.0 \times 10^{15}$	$< 2$ (60kwh/m <sup>2</sup> )	$< 4$ (DH1000h)
	上海天洋	$\geq 91$ (238-800nm)	$\geq 1.0 \times 10^{15}$	$\leq 3$ (UV,1000hr)	$\leq 3$ (85° C,85%RH,1000hr)
	海优新材	$> 91$ (1100nm-380nm)	$> 1.0 \times 10^{15}$	$< 5$ (120kwh/m <sup>2</sup> )	$< 5$ (85C,85%RH,1000hr)
白色 EVA 胶膜	福斯特	$\geq 90$ (1100nm-380nm)	$\geq 1.0 \times 10^{14}$	$< 3$ (60kwh/m <sup>2</sup> )	$< 5$ (DH1000hr)
	斯威克	$\geq 91$ (700nm-400nm)	-	$< 2$ (60kwh/m <sup>2</sup> )	$< 3$ (DH1000hr)
	上海天洋	-	$> 1.0 \times 10^{14}$	$\leq 3$ (UV,1000hr)	$\leq 3$ (85C,85%RH,1000hr)
	海优新材	$> 90$ (700nm-400nm)	$> 1.0 \times 10^{14}$	$< 5$ (120kwh/m <sup>2</sup> )	$< 5$ (85C,85%RH,1000hr)
POE 胶膜	福斯特	$\geq 90$ (1100nm-380nm)	$\geq 1.0 \times 10^{15}$	$\leq 5$ (60kwh/m <sup>2</sup> )	$\leq 5$ (DH1000hr)
	斯威克	$\geq 91$ (1100nm-380nm)	$> 1.0 \times 10^{15}$	$< 2$ (60kwh/m <sup>2</sup> )	$< 3$ (DH1000hr)
	上海天洋	$\geq 90$ (238-800nm)	$\geq 1.0 \times 10^{15}$	$\leq 3$ (UV,1000hr)	$\leq 3$ (85C,85%RH,1000hr)
	海优新材	$> 90$ (1100nm-380nm)	$> 1.0 \times 10^{15}$	$< 5$ (120kwh/m <sup>2</sup> )	$< 5$ (85C,85%RH,1000hr)

资料来源: 公司招股说明书, 东方证券研究所

**高度重视研发投入与技术储备, 研发效率高。**2020 年 H1 公司研发费用率达到 4.07%, 超出行业龙头 0.63pcts, 主要聚焦在光伏胶膜领域, 创始人(交大高分子专业毕业)主管研发工作, 研发效率较高, 能够及时跟上光伏赛道的技术迭代变化。从总量来看, 公司与龙头研发费用存在差距, 但龙头公司研发涵盖光伏胶膜、背板、感光干膜等多领域。因此长期来看, 随着公司上市后扩产节奏加快, 经营质量提升, 公司有望继续保持高水平研发效率。

**图 17: 公司研发费用率高于行业龙头 (%)**


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

**图 18: 公司与行业龙头研发费用比值不断增长 (亿元、%)**


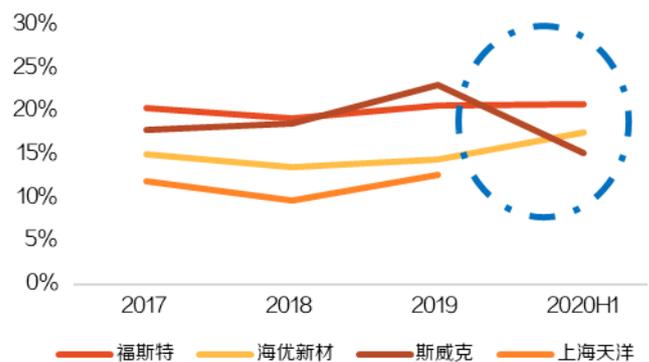
数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

## 成本差距缩小, 盈利能力提升

收入增速高于行业龙头, 毛利率不断逼近。2018-2020Q3 公司营收分别为 7.5 亿元、10.6 亿元、9.1 亿元, 增速分别为 11%、49%、24%, 均超出行业龙头。2018-2020H1 公司胶膜业务毛利率分别为 14%、14%、18%, 与福斯特胶膜业务毛利率差距由 6.1pct 缩小到 3.3pct, 2020Q3 公司总毛利率 20.8% (同期福斯特公司总毛利率 24.6%), 2020Q3 总毛利率差距在 3.8pct, 主要是疫情后下游需求快速恢复、EVA 树脂涨价, 行业龙头享受更多的库存溢价。

**图 19: 公司营业收入增速较快 (亿元、%)**


数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

**图 20: 光伏胶膜业务公司与福斯特毛利率差距缩小 (%)**


数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

代销和代采影响毛利率, 上市融资缩小差距。1) 代销: 公司为了加速资金周转, 通过中间商向下游销售产品, 使得公司产品价格约降 2%, 2019-2020H1, 公司代销模式占比分别为 13%、28%, 代销模式对公司收入影响分别约为 0.25%、0.6%。2) 代采: 直接材料成本是核心要素 (占总成本 85%以上), 一方面受产品结构不同克重不同, 另一方面公司因资金紧张通过贸易商采购原材料 (服

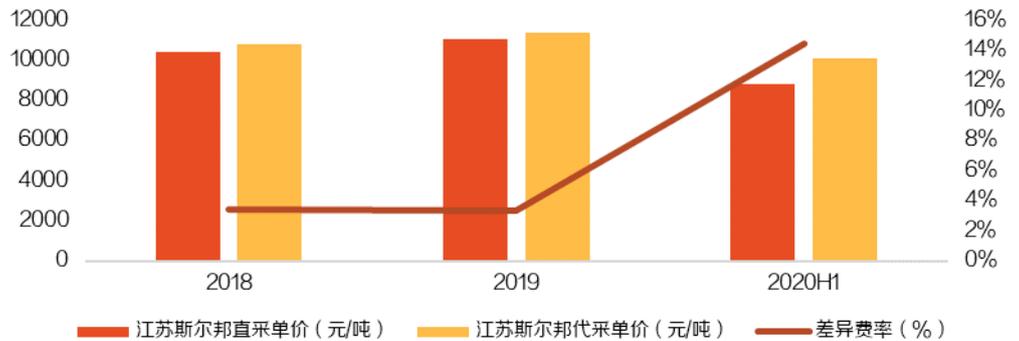
务费率+利息成本），采购单价高于直接采购。2019-2020H1 斯尔邦原料中公司通过贸易商采购占比 41%、38%（同期斯尔邦采购量占总量 65%、55%），考虑到采购时点、采购批次、树脂价格的差异放大了表象服务费率，我们实际测算公司通过贸易商采购总费率在 3%左右。假设公司 2021 新增 2 亿平产能，现金周期 120 天，对应需要运营资金约 7 亿，则上市融资后缓解运营资金紧张，可以减少非必要的代销代采成本。

表 4：公司不同销售方式下的产品定价及结算方式

销售对象	销售方式	产品定价	结算方式
天合光能	向天合光能直销	依据市场情况洽谈价格	天合光能以其 6 个月商业承兑汇票与公司结算
	通过中间商上海成套集团向天合光能销售	在与天合光能洽谈价格上折扣约 2%	上海成套集团以 120 日银行信用证与公司结算货款，公司向上海成套集团支付合同金额 15% 的款项作为终端客户回款保证金
苏州腾晖	向苏州腾晖直销	依据市场情况洽谈价格	苏州腾晖以其 6 个月银行承兑汇票与公司结算
	通过中间商福马机械向苏州腾晖销售	在与苏州腾晖洽谈价格基础上每平方米折让 0.1 元（含税）	福马机械预付 50% 货款，剩余款项货到付款

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 21：公司 EVA 树脂不同采购方式下采购单价及差异费率（元/吨、%）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 22: 福斯特光伏胶膜单位产品成本 (元/m<sup>2</sup>)

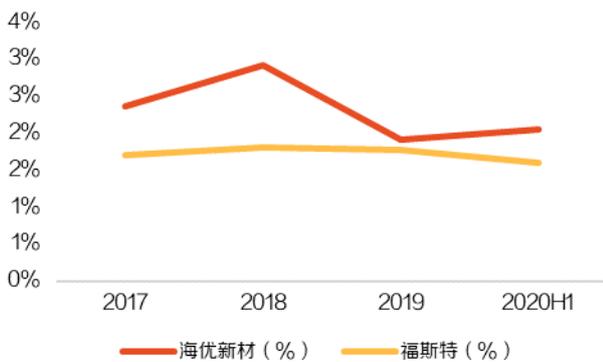

数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

 图 23: 海优新材光伏胶膜单位产品成本 (元/m<sup>2</sup>)


数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

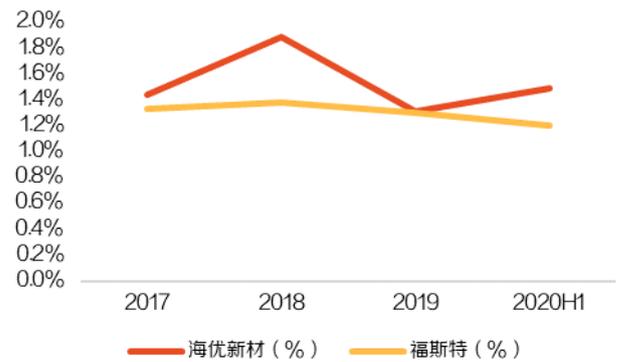
公司期间费用率稳定下降, 规模和多地布局优势继续助力。1) 销售费用率: 公司销售费用率与福斯特差距由 2018 年的 1.11pct 下降到 2020H1 的 0.46pct, 其中运输费率与福斯特差距由 2018 年的 0.51pct 下降到 2019 年 0.01pct, 2020H1 因出口增加差距回升至 0.29pct, 差距主要是客户结构不同和老基地距离客户远; 2) 管理费用率: 2018-2020H1 为 2.54%、1.76%、1.32%, 管理效率不断提升; 3) 财务费用率: 2018-2020H1 公司与福斯特差距分别为 1.52pct、1.17pct、0.95pct, 主要是在资金规模、融资渠道等存在劣势, 之前公司为加快资金周转, 承兑汇票贴息、现金折扣等。

图 24: 销售费用率对比 (%)



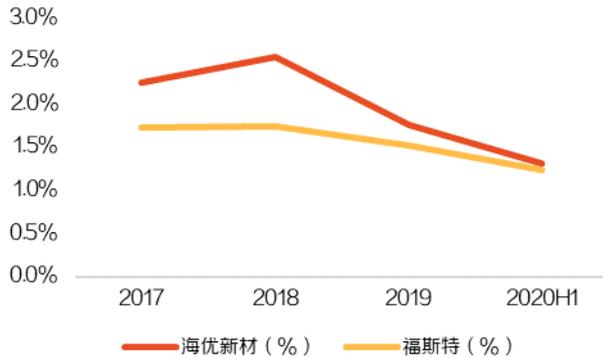
数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所; 注: 为统一口径, 2020H1 期间费用中考虑了运输及出口杂费

图 25: 运输及出口杂费率对比 (%)



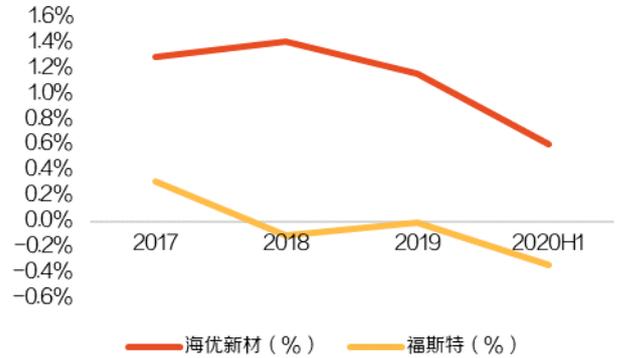
数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所; 注: 为统一口径, 2020H1 销售费用中考虑了运输及出口杂费

图 26: 管理费用率对比 (%)



数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

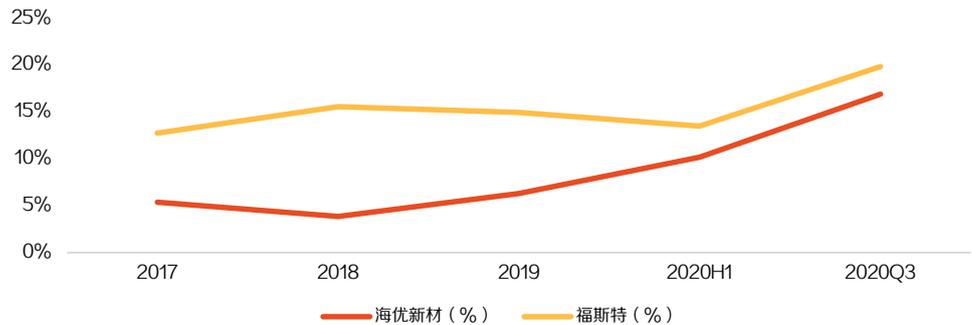
图 27: 财务费用率对比 (%)



数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

**坚定市场份额目标, 有效提升盈利能力。**1) 公司扩产计划清晰, 2021-2022 年有效产能达 3.5、6 亿平方, 市占率目标 18%、25%, 上市融资后, 凭借产品质量和研发能力强, 围绕头部大客户组件基地进行轻资产布局 (与政府合作厂房等), 坚定卡位光伏胶膜赛道; 2) 公司净利率与福斯特差距由 2017 年的 7pct 缩小至 2020Q3 的 3pct, 差距主要在采购成本和财务成本, 由于周转资金短缺, 代销及代采模式影响毛利率, 利息支出、承兑汇票贴息、现金折扣等影响财务成本, 但随着公司上市融资和规模优势建立, 通过减少代销代采+补充运营资金缩小净利率差异。

图 28: 公司净利率对比 (%)



数据来源: 招股说明书, 各公司年报, 东方证券研究所

## 深度绑定龙头客户, 多地布局产能规划

**不断优化客户结构, 深度绑定龙头组件厂。**2017-2020H1 公司前五大客户占比分别为 49.9%、60.0%、77.7%、84.6%, 占比不断提升。其中, 2020H1, 天合、晶科、隆基、韩华新能源等客户占比分别为 27.9%、25.2%、18.6%、9.3%, 客户市场地位均在行业前六。随着几家主要组件厂回归国内或即将回归上市, 组件以及一体化环节的产能扩张均有所加速, 根据 Solarzoom 的统计和

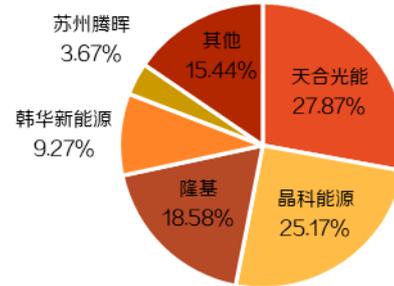
我们的测算，行业六大组件厂商年底产能超过 200GW。其中，公司主要客户隆基、晶科、天合 2021 年预计新增产能分别为 15GW、5GW、28GW，为公司产能扩产带来空间。

图 29：公司前五大客户占比（%）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 30：2020H1 公司客户结构（%）



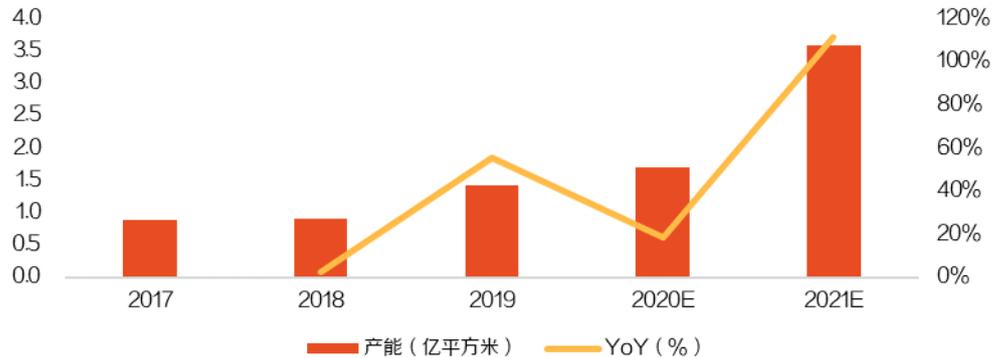
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 5：主要组件厂商产能及出货量测算（GW）

公司	2020 产能	2021 预计产能	2021 预计出货量
隆基	30	45	40+
晶科	30	35	30+
天合光能	22	50	30+
晶澳	23	40	30+
阿特斯	16.1	25.7	15+
东方日升	12.6	23.5	15+
合计	133.7	219.2	160+

资料来源：solarzoom，东方证券研究所

围绕大客户基地轻资产布局，2021 年有效产能预计 3.5 亿平方米。2019 年公司光伏胶膜产能 1.43 亿平方米，同比增长 55.6%。在建项目中，包括年产 1.7 亿平米高分子特种膜技改以及分布在泰州、义乌、上饶等地合计约 3 亿平方米的扩产项目，预计 2021-2022 年有效产能达 3.5、6 亿平方，市占率目标 18%、25%。

**图 31：公司光伏胶膜有效产能（亿平方米、%）**


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**表 6：公司光伏胶膜扩建项目（亿元、亿平方米）**

在建项目	预算金额 (亿元)	扩产规模	厂址	预期达产时间
年产 1.7 亿平米高分子特种膜技术改造项目	3.45	1.7 亿平方米	上海市	2021-2022 年
泰州海优威 1 亿平胶膜扩产项目	2.4	约 1 亿平方米	江苏泰州	2021 年
义乌海优威计划建设 1 亿平光伏胶膜项目	2.2	约 1 亿平方米	浙江义乌	2021 年
上饶海优威计划建设 1 亿平光伏胶膜项目	2	约 1 亿平方米	江西上饶	2021 年
合计	10.05	约 4.7 亿平方米		

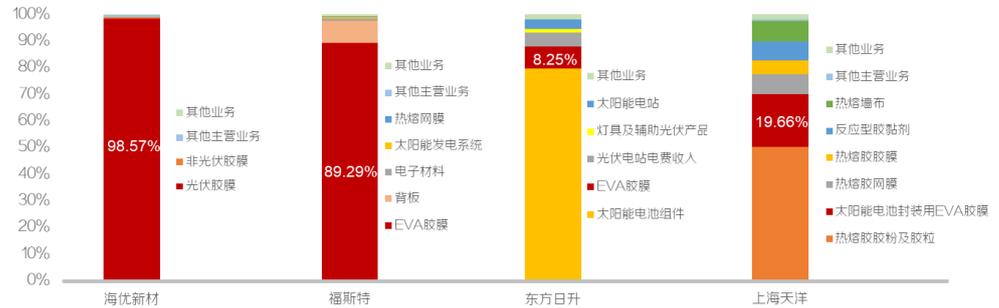
资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 财务分析：盈利能力提升，资产负债率改善

上市融资后，有望提升盈利能力。从资产负债表来看，行业呈现轻固定资产，重营运资金现状，其中福斯特资金充足，负债率维持较低水平，公司由于资金紧张，负债率较高，对资金周转要求更高，因此公司相对具备更高的资金运营效率，公司 ROE 处于较高水平，主要系周转率及权益乘数更高。对比可比公司，从 2019 年产品收入结构来看，海优新材与福斯特的胶膜业务收入占比均在 85% 以上，而东方日升和上海天洋胶膜收入占比较低，因而与福斯特在财务指标上最具可比性。

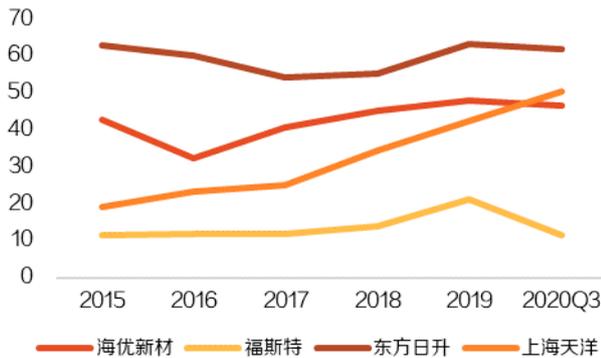
资产负债率有望改善，偿债能力进一步提升。2017-2020Q3 公司资产负债率分别为 40.62%、45.17%、48.00%、46.66%，2017-2019 年负债率增长主要系公司资金短缺，流动负债增长，2020 年上半年开始呈现下降趋势，公司负债率处于行业中等水平。从偿债能力来看，目前公司速动比率处于行业中等水平。预计随着上市融资后，公司资产负债率有望进一步改善。

图 32：可比公司 2019 年产品收入结构差异



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 33：可比公司资产负债率（%）



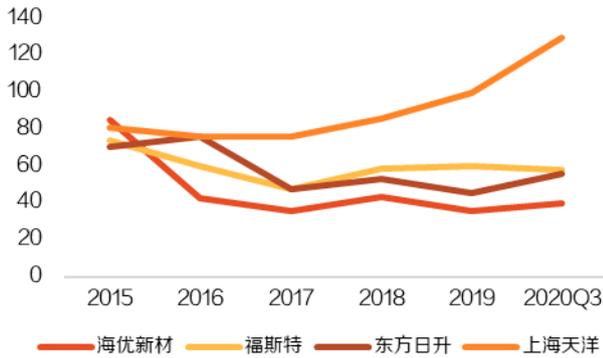
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 34：可比公司速动比率（%）

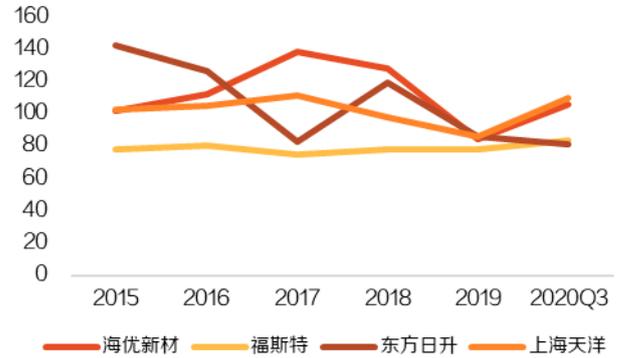


数据来源：Wind，东方证券研究所

**存货周转水平行业领先，应收账款周转改善。**2017-2020Q3 公司存货周转天数分别为 35.5 天、43.1 天、35.6 天、39.9 天，维持较好的存货周转效率，存货周转水平处于行业领先。2017-2020Q3，公司应收账款周转天数分别为 138.8 天、128.3 天、84.8 天、106.0 天，整体处于下降趋势，得益于公司加强现金管理与客户信用管理。

**图 35: 可比公司存货周转天数 (天)**


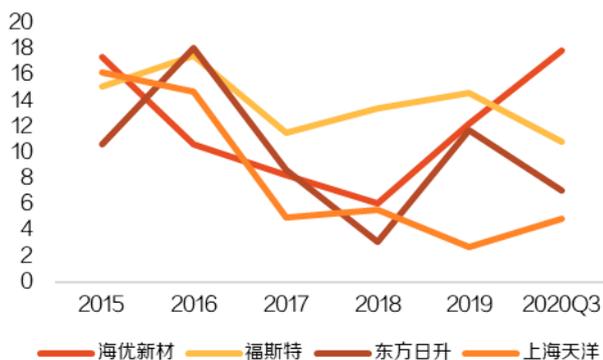
数据来源: Wind, 东方证券研究所

**图 36: 可比公司应收账款周转天数 (天)**


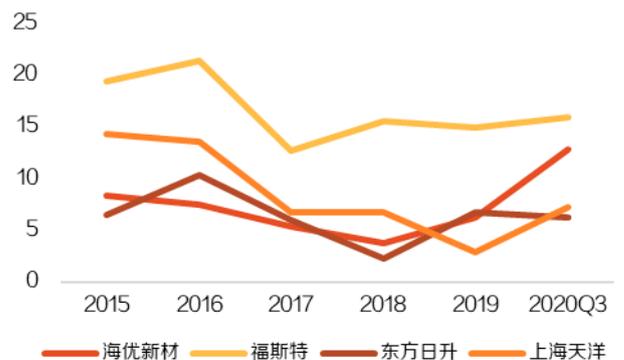
数据来源: Wind, 东方证券研究所

**ROE 持续增长, 资金周转率领跑。**2018-2020Q3 公司 ROE (摊薄) 分别为 6.14%、12.32%、17.99%, ROE 水平快速增长, 主要得益于净利率的快速提升, 属于二线中最快接近龙头的盈利水平。资产周转率方面, 公司保持行业领先水平, 2017-2020Q3 公司资产周转率分别为 1.68 次、1.82 次、1.92 次、1.87 次。权益乘数方面, 公司处于行业平均水平。

9

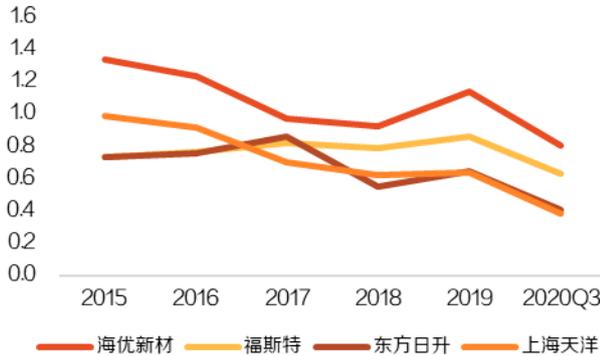
**图 37: 可比公司 ROE (%)**


数据来源: Wind, 东方证券研究所

**图 38: 可比公司销售净利率 (%)**


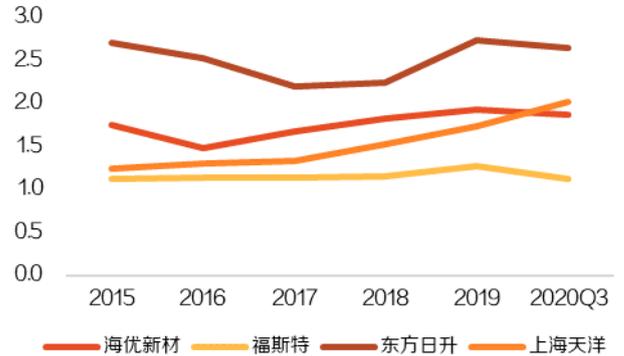
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 39: 可比公司资产周转率 (次)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 40: 可比公司权益乘数



数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设:

- 1) 收入的大幅增长主要来自于光伏胶膜产品销量的增加。受益于光伏装机规模快速增长和公司市占率稳步提升, 预计 21-22 年胶膜需求 19、24 亿平( 对应装机 170gw、210gw ), 预计 21-22 年公司市占率目标 18%、25%, 因而预测公司 20-22 年胶膜销量为 1.6/3.5/6 亿平, 单价为 9.15/11.50/9.39 元/平方 ( 不含税 )。
- 2) 公司 20-22 年毛利率分别为 22.5%、19.9%和 20.2%。考虑到 2020 年胶膜涨价叠加原材料库存溢价毛利率较高, 后续公司或为扩大份额目标部分让利, 毛利率略微调整, 然后通过高运营效率、上市补充运营资金, 公司毛利率有望维持。
- 3) 公司 20-22 年销售费用率为 1.30%、2.60%和 2.60%, 管理费用率为 1.58%、2.50%、2.50%, 研发费用率为 3.00%、3.80%、3.80% ( 21-22 加大布局新技术 )。
- 4) 公司 20-22 年的所得税率维持 8%。

#### 盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>透明 EVA 胶膜</b>					
销售收入 (百万元)	341.0	571.9	655.9	1,900.8	2,509.0
增长率		67.7%	14.7%	189.8%	32.0%
毛利率	8.2%	9.7%	20.6%	19.5%	19.8%
<b>白色增效 EVA 胶膜</b>					
销售收入 (百万元)	341.2	433.2	592.8	1,196.2	1,062.2
增长率		27.0%	36.8%	101.8%	-11.2%
毛利率	18.8%	20.8%	24.3%	20.6%	20.7%
<b>POE 胶膜</b>					

销售收入（百万元）	2.1	42.9	218.5	928.2	2,064.5
增长率		1932.6%	409.4%	324.7%	122.4%
毛利率	18.9%	13.6%	22.1%	19.9%	20.3%
<b>其他主营业务</b>					
销售收入（百万元）	17.7	13.3	14.0	15.0	16.0
增长率		-24.6%	5.1%	7.1%	6.7%
毛利率	36.4%	46.2%	40.0%	35.0%	35.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	13.5	1.9	2.0	3.0	3.0
增长率		-86.0%	5.9%	50.0%	0.0%
毛利率	1.6%	55.7%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>合计</b>	<b>715.4</b>	<b>1,063.2</b>	<b>1,483.2</b>	<b>4,043.1</b>	<b>5,654.7</b>
增长率		48.6%	39.5%	172.6%	39.9%
综合毛利率	13.9%	14.9%	22.5%	19.9%	20.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 2.63/4.70/6.53 元，采用相对估值法（PE）对公司估值。选取光伏胶膜赛道的福斯特和赛伍技术，以及光伏行业类似子行业公司作为可比公司，可比公司对应 2021 年平均 PE 为 33 倍，按公司 2021 年 EPS 4.70 元，对应目标价位 154.95 元，首次给予“买入”评级。

图 41：可比公司估值表（截止 2021 年 3 月 24 日收盘）

	每股收益			市盈率		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
福斯特	1.24	1.95	2.55	63.46	40.54	31.00
赛伍技术	0.48	0.49	1.04	65.48	64.20	30.07
锦浪科技	0.87	2.22	3.59	160.51	62.73	38.81
阳光电源	0.61	1.33	2.01	108.24	49.70	32.94
调整后平均					<b>54.00</b>	<b>33.00</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **光伏装机增长不及预期。**光伏装机存在短期波动不及预期的可能，对行业出货量有所影响。
- **市场拓展不及预期。**若实际销售无法达成市场份额目标，根据敏感性分析，如市占率目标未完成 2pct，在毛利率不变的情况下，2021 业绩影响约 11%，存在低预期影响。

- **产能落地不及预期。**公司产能扩张规模较大，若不及预期则影响公司盈利能力。
- **价格不及预期。**若市场竞争加剧，价格低预期，根据敏感性分析，胶膜单平价格每下降 1 元，在成本不变的情况下，对 2021 年胶膜毛利率影响 8pct。
- **原材料大幅涨价。**若短期出现原材料大幅上涨或影响公司盈利。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6	83	148	430	565	营业收入	715	1,063	1,483	4,043	5,655
应收票据、账款及款项融资	515	543	742	2,022	2,827	营业成本	616	905	1,150	3,237	4,513
预付账款	5	56	30	81	113	营业税金及附加	1	1	2	5	8
存货	90	88	103	291	406	营业费用	21	20	19	105	147
其他	17	41	35	60	77	管理费用及研发费用	44	57	68	255	356
<b>流动资产合计</b>	<b>634</b>	<b>811</b>	<b>1,058</b>	<b>2,884</b>	<b>3,989</b>	财务费用	10	12	12	22	42
长期股权投资	16	12	21	22	22	资产、信用减值损失	10	3	0	0	0
固定资产	79	158	237	591	668	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
在建工程	52	3	103	204	306	投资净收益	7	2	2	2	0
无形资产	24	23	23	22	22	其他	5	4	4	4	5
其他	16	37	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>28</b>	<b>70</b>	<b>238</b>	<b>426</b>	<b>593</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>187</b>	<b>233</b>	<b>391</b>	<b>846</b>	<b>1,024</b>	营业外收入	0	3	2	3	3
<b>资产总计</b>	<b>821</b>	<b>1,044</b>	<b>1,449</b>	<b>3,731</b>	<b>5,013</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	112	99	160	99	493	<b>利润总额</b>	<b>28</b>	<b>72</b>	<b>240</b>	<b>429</b>	<b>596</b>
应付票据及应付账款	94	156	192	541	754	所得税	0	6	19	34	48
其他	147	211	201	204	205	<b>净利润</b>	<b>28</b>	<b>67</b>	<b>221</b>	<b>395</b>	<b>548</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>353</b>	<b>467</b>	<b>553</b>	<b>843</b>	<b>1,452</b>	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	15	17	117	367	492	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>28</b>	<b>67</b>	<b>221</b>	<b>395</b>	<b>548</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.33	0.80	2.63	4.70	6.53
其他	2	17	15	15	15						
<b>非流动负债合计</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>132</b>	<b>382</b>	<b>507</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>371</b>	<b>501</b>	<b>685</b>	<b>1,225</b>	<b>1,959</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	61	63	63	84	84	营业收入	11.1%	48.6%	39.5%	172.6%	39.9%
资本公积	266	298	298	1,624	1,624	营业利润	-29.8%	152.6%	240.4%	78.8%	39.3%
留存收益	123	182	403	798	1,346	归属于母公司净利润	-21.8%	142.2%	230.4%	78.5%	39.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>450</b>	<b>543</b>	<b>764</b>	<b>2,505</b>	<b>3,054</b>	毛利率	13.9%	14.9%	22.5%	19.9%	20.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>821</b>	<b>1,044</b>	<b>1,449</b>	<b>3,731</b>	<b>5,013</b>	净利率	3.9%	6.3%	14.9%	9.8%	9.7%
						ROE	6.3%	13.5%	33.8%	24.1%	19.7%
						ROIC	6.8%	12.1%	26.7%	20.4%	16.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	45.2%	48.0%	47.3%	32.8%	39.1%
净利润	28	67	221	395	548	净负债率	28.2%	8.7%	18.4%	1.9%	14.1%
折旧摊销	7	20	21	46	74	流动比率	1.79	1.74	1.91	3.42	2.75
财务费用	10	12	12	22	42	速动比率	1.54	1.55	1.72	3.07	2.47
投资损失	(7)	(2)	(2)	(2)	0	营运能力					
营运资金变动	(20)	19	(155)	(1,194)	(754)	应收账款周转率	2.8	4.2	4.6	5.9	4.7
其它	(134)	(127)	29	0	0	存货周转率	8.3	10.1	12.0	16.4	12.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>(117)</b>	<b>(10)</b>	<b>126</b>	<b>(733)</b>	<b>(90)</b>	总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.6	1.3
资本支出	(54)	(54)	(200)	(501)	(251)	每股指标(元)					
长期投资	(4)	4	(9)	(1)	0	每股收益	0.33	0.80	2.63	4.70	6.53
其他	56	29	3	2	0	每股经营现金流	-1.92	-0.16	2.00	-8.73	-1.07
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2)</b>	<b>(20)</b>	<b>(207)</b>	<b>(499)</b>	<b>(251)</b>	每股净资产	5.35	6.46	9.09	29.82	36.34
债权融资	(16)	24	98	250	125	估值比率					
股权融资	0	34	0	1,347	0	市盈率	337.3	139.3	42.2	23.6	17.0
其他	131	46	49	(83)	352	市净率	20.7	17.2	12.2	3.7	3.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>114</b>	<b>103</b>	<b>147</b>	<b>1,514</b>	<b>477</b>	EV/EBITDA	213.9	92.7	34.9	19.2	13.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	251.3	115.3	37.9	21.2	14.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(5)</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>282</b>	<b>135</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)