

海优新材(688680.SH)买入(首次评级)

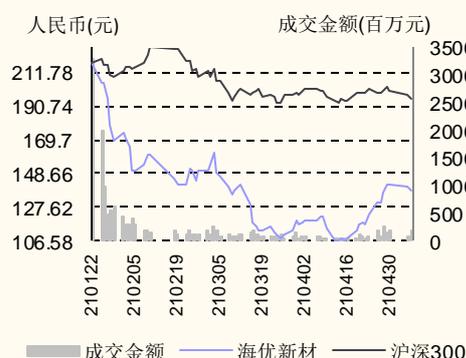
公司深度研究

市场价格(人民币): 138.22元

目标价格(人民币): 193.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.84
已上市流通A股(亿股)	0.19
总市值(亿元)	116.13
年内股价最高最低(元)	218.00/106.58
沪深300指数	4996
上证指数	3419



光伏胶膜核心供应商，创新与资本驱动高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,063	1,481	4,017	5,106	6,962
营业收入增长率	48.61%	39.30%	171.23%	27.11%	36.35%
归母净利润(百万元)	67	223	405	544	747
归母净利润增长率	142.18%	233.78%	81.63%	34.17%	37.24%
摊薄每股收益(元)	1.06	3.54	4.83	6.47	8.89
每股经营性现金流净额	-0.22	-2.73	-1.80	3.68	5.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	29.66%	14.24%	17.14%	20.62%
P/E	130	39	29	21	16
P/B	16.04	11.57	4.08	3.66	3.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **光伏胶膜稳定高增长赛道**: 光伏胶膜行业经历过龙头主动压缩利润、整合洗牌后, 国外企业已基本退出市场, 国内参与的企业也减少到仅剩 6~7 家, 竞争格局相对稳定, 潜在迭代风险小。假设 2021-2025 年全球组件需求为 186/220/275/321/376GW, 预计 2025 年光伏胶膜市场规模将达到 347.7 亿元, 年化复合增速 18.5%。
- **EVA 树脂阶段性紧张, 中长期供给充足**: 光伏胶膜主要原材料 EVA 树脂价格受原油价格和供需关系影响。今年由于光伏级 EVA 树脂新增产量少及新装置运行存在不确定性, 供需紧张局面可能将延续至四季度。中长期看, 国内拟建产能充足, 未来三年 EVA 光伏料新增产量将达到 70~90 万吨, 基本能够满足每年 45GW 以上的光伏需求增量。
- **组件头部化+上市扩产, 市占率有望加速提升**: 公司 2010 年进入光伏胶膜行业, 2015 年市占率 5% 左右, 2020 年市占率 10% (仅次于福斯特 52% 和斯威克 14%)。上市后加快扩产速度, 2021 年底产能将达到 6 亿平 (+4 亿平)。下游客户主要为头部组件企业, 随着未来组件企业集中度以及供应链管理意识的提高, 公司市占率有望加速提升。
- **产品结构持续升级, 盈利能力有望改善**: IPO 募投项目“年产 1.7 亿平米高分子特种膜技术改造项目”拟投资 3.45 亿元, 主要用于扩产白色 EVA 胶膜、POE 胶膜。随着高毛利产品占比的提升, 公司盈利能力有望改善。
- **融资优势有助于提高盈利能力和供应链管控效率**: 光伏胶膜行业营运资金占比大, 过去由于现金流紧张, 公司采取票据贴现、背书、现金折扣的方式和低库存策略提高资金周转速度, 导致财务费用增加和单季盈利波动较大。上市后补足融资渠道短板, 公司盈利能力和供应链管控效率有望提高。

盈利预测与投资建议

- 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 4.1/ 5.4/ 7.5 亿元, 同比增长 82%/ 34%/ 37%; 对应 EPS 分别为 4.83/ 6.47/ 8.89 元。考虑到光伏胶膜行业格局稳定、公司上市后胶膜业务有望实现高于行业的增长, 给予公司目标价 193 元, 对应 2021PE 为 40 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 全球新冠疫情恶化超预期; 公司项目建设进度不及预期; 原材料涨价超预期; 需求增长不及预期。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

内容目录

光伏胶膜领先企业，扩产加速业绩高增长	4
凭借强大创新能力，抢滩光伏胶膜核心供应商地位	4
盈利预测：预计 21-23 年净利润为 4.1/ 5.4/ 7.5 亿元，三年复合增速 36%...5	
估值与投资建议：目标价 193 元，对应 40 倍 2021PE，给予“买入”评级.....6	
光伏胶膜稳定高增长赛道，EVA 树脂中长期供给充足	7
光伏胶膜竞争格局稳定，下游需求高增长	7
EVA 树脂阶段性紧张，中长期供给充足	9
市占率提升+盈利能力改善，成长潜力突出的光伏胶膜龙二.....	11
技术积累深厚，多次引领行业革新.....	11
产品结构优化，市占率加速提升，实现量利共振.....	12
融资优势有助于提高盈利能力和供应链管控效率.....	14
福斯特、海优、斯威克、赛伍对比分析：后起之秀，规模优势渐显.....	16
风险提示	19

图表目录

图表 1：公司主营业务情况.....	4
图表 2：公司主要发展历程.....	4
图表 3：公司光伏胶膜销量（万平）	5
图表 4：公司占客户份额测算.....	5
图表 5：公司前五大客户销售收入占公司收入比例.....	5
图表 6：各业务分拆及盈利测算.....	6
图表 7：公司与可比公司相对估值对比.....	7
图表 8：2021E 年底光伏胶膜市场产能分布	7
图表 9：2015 年底光伏胶膜市场产能分布	7
图表 10：全球光伏新增装机预测（GW）	8
图表 11：光伏胶膜需求测算表.....	8
图表 12：光伏胶膜配方、生产工艺及应用领域对比.....	9
图表 13：EVA 树脂下游应用分布情况.....	9
图表 14：2015-2021 年 EVA 树脂价格走势（元/吨）	9
图表 15：全球 EVA 树脂产能分布情况.....	10
图表 16：2020 年光伏级 EVA 树脂产量分布情况	10
图表 17：近几年国内 EVA 装置拟投产时间.....	10
图表 18：国内光伏级 EVA 树脂产量（万吨）	10
图表 19：全球光伏级 EVA 树脂供需测算（GW）	10
图表 20：光伏组件封装胶膜对电池片起保护作用.....	11
图表 21：共挤型 POE 提高组件生产效率和成品率.....	11
图表 22：白膜可使双玻组件输出功率提高 7~10W.....	12

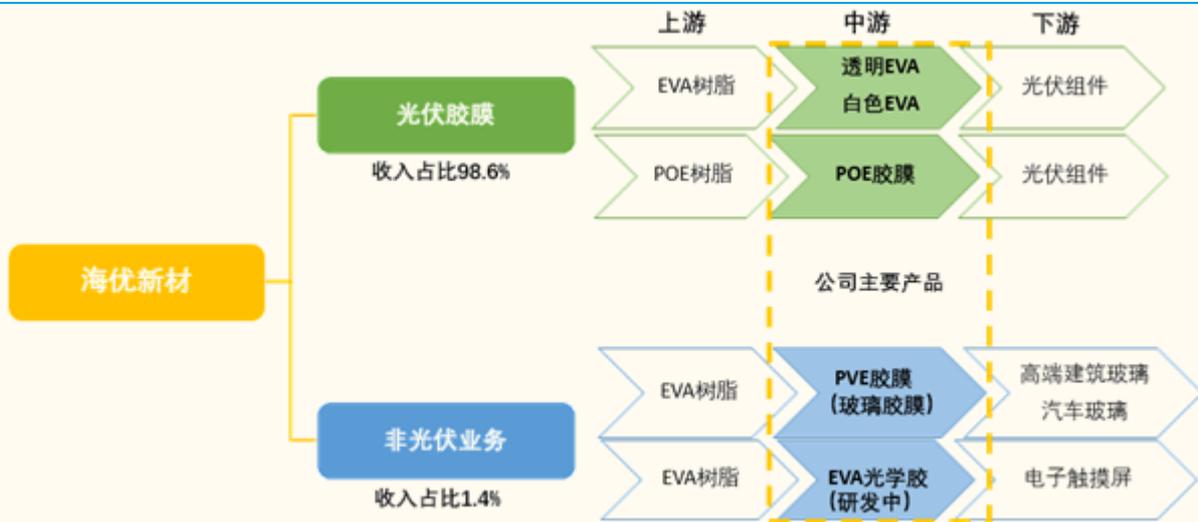
图表 23: 白膜可使单玻组件输出功率提高 1~3W.....	12
图表 24: POE 胶膜封装结构.....	12
图表 25: EPE 胶膜封装结构.....	12
图表 26: 公司胶膜产品单价 (元/m ²).....	12
图表 27: 公司胶膜产品毛利率.....	12
图表 28: 2020 年 POE/共挤 POE 市占率提升至 25.5%.....	13
图表 29: 公司 IPO 募投资金使用情况 (万元).....	13
图表 30: 募投项目投资预算 (万元).....	13
图表 31: 公司光伏胶膜产能及规划.....	14
图表 32: 公司胶膜出货量及预测.....	14
图表 33: 十年来组件行业集中度变化趋势及预测.....	14
图表 34: 公司不同胶膜产品市占率测算.....	14
图表 35: 胶膜企业现金周转天数高于其他光伏企业.....	14
图表 36: 1 亿平胶膜占用营运资金测算.....	14
图表 37: 公司原材料代采比例测算.....	15
图表 38: EVA 树脂直采/代采价格 (元/吨, 加权平均).....	15
图表 39: 代采对毛利率敏感性测算.....	15
图表 40: 公司财务费用构成 (万元).....	16
图表 41: 公司各项财务费用占收入比重.....	16
图表 42: 公司历史单季毛利率波动较大.....	16
图表 43: 光伏胶膜企业收入对比 (亿元).....	17
图表 44: 光伏胶膜企业毛利率对比.....	17
图表 45: 海优新材、福斯特、斯威克与赛伍技术发展历程对比.....	17
图表 46: 光伏胶膜企业研发费用对比 (亿元).....	17
图表 47: 光伏胶膜企业研发费用率对比.....	17
图表 48: 光伏胶膜企业扩产规划.....	18
图表 49: 光伏胶膜企业出货量情况及预测 (亿平).....	18
图表 50: 光伏胶膜企业产能情况及预测 (亿平).....	18
图表 51: 海优新材与福斯特存货周转天数对比.....	19
图表 52: 海优新材与福斯特现金周转天数对比.....	19
图表 53: 海优新材与福斯特费用率对比.....	19
图表 54: 海优新材与福斯特净利率对比.....	19

光伏胶膜领先企业，扩产加速业绩高增长

凭借强大创新能力，抢滩光伏胶膜核心供应商地位

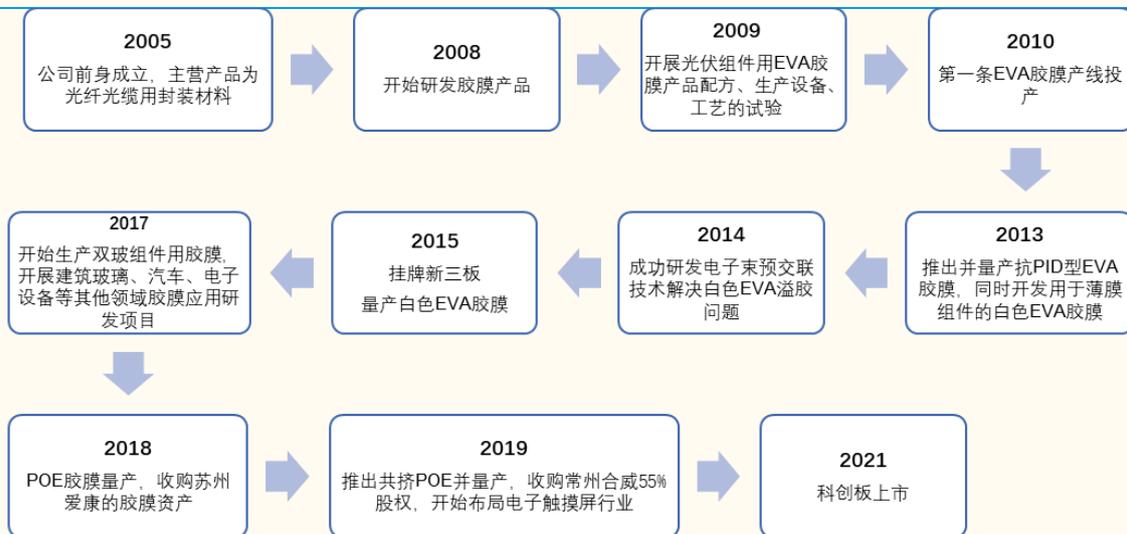
- 公司成立于2005年，2008年开始光伏封装胶膜的研发，2010年第一条光伏胶膜产线投产，正式进入光伏行业。虽然进入光伏胶膜行业的时间稍晚于同期对手，但是凭借强大的研发创新实力和对行业三次重大机遇的精准把握，公司成功进入头部组件企业供应链，并逐渐成为仅次于龙头的胶膜核心供应商之一。
- 2013年抓住产业升级机会，推出性能优越的抗PID型EVA（乙烯-醋酸乙烯酯共聚物）胶膜，奠定了光伏胶膜主要制造商的市场地位。
- 2014年率先使用电子束预交联技术生产白色增效EVA胶膜，有效解决白色填料上溢、收缩、碎片等问题，促进了白膜的快速推广。
- 2019年率先量产多层共挤型POE（聚乙烯-辛烯共弹性体）胶膜，有效提高了POE胶膜在组件生产中的生产效率和成品率，获得下游的大力推广和认可。

图表 1：公司主营业务情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

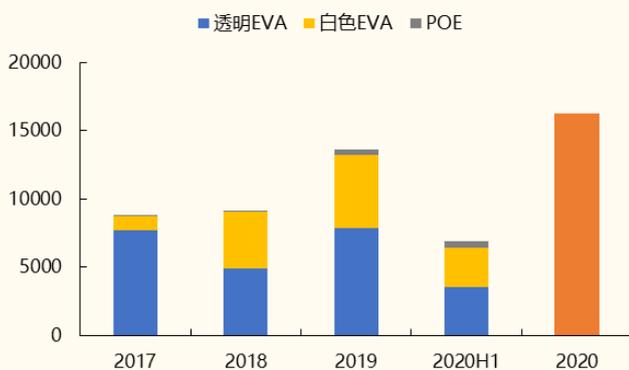
图表 2：公司主要发展历程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

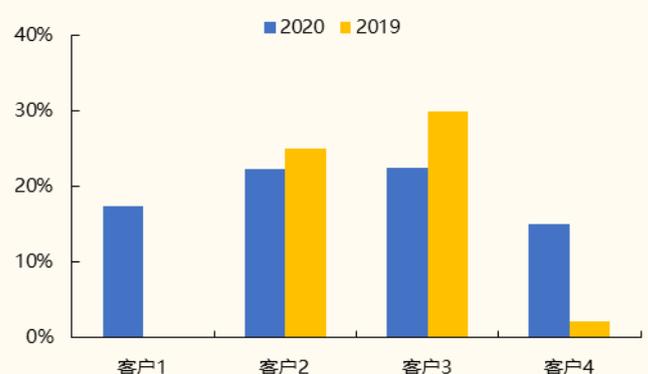
- 公司凭借领先的产品布局，在头部组件企业的销售中取得重要突破，成功进入隆基、晶科、天合、韩华供应链且份额占比可观。
 - 白色 EVA 胶膜的率先量产使公司在头部组件企业的份额迅速提升，以晶科、天合为例，从公司销售的视角看，2017-2019 年二者销售收入占公司收入的比重分别从 8%、0% 快速提高到 28%、35%；从下游采购的视角看，测算公司占其胶膜全年采购量的比例分别从 6.5%、0% 提高到 25%、30%，确立公司核心胶膜供应商的市场地位。
 - EPE 胶膜的率先量产则使公司在隆基的销售份额取得重大突破，2020 年上半年公司收入中来自隆基的收入占比达到 18% 以上（2017 年只有 6.6%，2018-2019 年未进入前五大客户），测算公司产品约占隆基当期采购量的 17% 左右。由于产能瓶颈限制，随着其他客户销售规模的提高，公司 2020 年在晶科、天合的份额暂时下滑，但绝对金额仍在稳步提升。

图表 3：公司光伏胶膜销量（万平）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所（2020 年年报未披露分产品销量）

图表 4：公司占客户份额测算



来源：各公司年报，国金证券研究所测算（海优产品/客户全年胶膜采购量）

图表 5：公司前五大客户销售收入占公司收入比例

	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月	2020年
英利能源	17.8%	晶科能源 27.2%	天合光能 35.3%	天合光能 27.9%	客户1 26.0%
协鑫集成	10.9%	天合光能 16.0%	晶科能源 28.3%	晶科能源 25.2%	客户2 25.7%
晶科能源	8.1%	韩华新能源 5.9%	韩华新能源 6.5%	隆基乐叶 18.6%	客户3 22.0%
隆基乐叶	6.7%	苏州腾晖 5.5%	苏州腾晖 4.7%	韩华新能源 9.3%	客户4 9.3%
浙江昱辉	6.5%	协鑫集成 5.5%	中环艾能 2.8%	苏州腾晖 3.7%	客户5 1.8%
前五大合计	49.9%	前五大合计 60.0%	前五大合计 77.7%	前五大合计 84.6%	前五大合计 84.7%

来源：公司招股说明书、公司年报，国金证券研究所

盈利预测：预计 21-23 年净利润为 4.1/5.4/7.5 亿元，三年复合增速 36%

- 预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 40.2/ 51.1/ 69.6 亿元，同比增长 171%/ 27%/ 36%；实现归母净利润分别为 4.1/ 5.4/ 7.5 亿元，同比增长 82%/ 34%/ 37%；对应 EPS 分别为 4.83/ 6.47/ 8.89 元。
- 我们对公司的盈利预测主要基于以下假设：
 - **行业假设：**光伏胶膜行业总需求取决于全球光伏新增装机的增速，我们预计 2021-2023 年全球光伏组件需求分别为 186/220/275GW，结合供需来看，光伏胶膜总体供给充足。
 - **胶膜价格假设：**随着国内光伏级 EVA 树脂新产能的逐步释放，预计 2022 年 EVA 胶膜价格将逐步回归合理，我们预测 2021-2023 年 EVA 胶膜价格分别为 11.33/ 8.52/ 8.52 元，白色 EVA 胶膜价格分别为 11.5/ 9.03/ 9.03 元，POE 胶膜价格分别为 11.77/11.5/11.5 元（不含税）。

- **出货量假设：**2020 年底公司胶膜产能约 2 亿平，我们预计上市后公司将加速扩产节奏，预计到 2021/2022/2023 年底胶膜产能将分别达到 6、8、10 亿平，对应胶膜出货预测分别为 3.5、5.5、7.5 亿平，其中 POE/EPE 胶膜出货占比将从 15%逐步提高到 30%。
- **毛利率假设：**胶膜行业竞争格局相对稳定，龙头具备较高定价权，长期以来头部的毛利率稳定在 20%左右，2020 年下半年由于 EVA 胶膜供需紧张导致毛利率出现短期上扬，2021 年随着新产能的释放盈利将回归理性，预计 2021-2023 年公司胶膜毛利率分别为 17.3%/ 18%/ 18.2%，其中透明 EVA 胶膜毛利率分别为 15%/ 15%/ 15%，白色 EVA 胶膜毛利率分别为 20%/ 21%/ 21%，POE/EPE 胶膜分别为 19%/ 20%/ 21%。

图表 6：各业务分拆及盈利测算

		2019	2020H1	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	百万元	1,063	554	1,481	4,017	5,106	6,962
YOY		49%		39%	171%	27%	36%
毛利	百万元	159	99	358	697	921	1,273
YOY				126%	95%	32%	38%
毛利率		14.92%	17.88%	24.17%	17.35%	18.04%	18.28%
透明EVA胶膜	收入 (百万元)	572	261		1,982	2,343	3,196
	yoy					18%	36%
	毛利 (百万元)	50	36		297	352	479
	毛利率	8.68%	13.83%		15.00%	15.00%	15.00%
白色增效EVA胶膜	收入 (百万元)	433	228		1,208	1,489	2,031
	yoy					23%	36%
	毛利 (百万元)	88	50		242	313	427
	毛利率	20.36%	22.07%		20.00%	21.00%	21.00%
POE/EPE胶膜	收入 (百万元)	13	57		824	1,265	1,726
	yoy					54%	36%
	毛利 (百万元)	2	12		157	253	362
	毛利率	13.55%	20.64%		19.00%	20.00%	21.00%
其他业务	收入 (百万元)	4		2	3	8	10
	yoy			-53%	56%	167%	25%
	毛利 (百万元)	2		1	1	4	5
	毛利率	57.80%		46.40%	45%	45%	45%

来源：公司公告，国金证券研究所测算（2020 年年报未披露分产品收入）

估值与投资建议：目标价 193 元，对应 40 倍 2021PE，给予“买入”评级

- 公司主营业务为光伏胶膜，竞争格局较为稳定，技术迭代风险小，与逆变器行业较为类似，因此我们选取了光伏胶膜行业上市公司福斯特、赛伍技术及逆变器行业上市公司阳光电源、固德威、锦浪科技作为可比公司（东方日升电池组件业务对估值影响较大，因此从可比公司中剔除）。
- 可比公司 2021 年平均 PE 为 43 倍，考虑到公司上市后胶膜业务有望实现高于行业的增长，我们给予公司 2021 年 40 倍 PE，对应目标价 193 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 7：公司与可比公司相对估值对比

代码	公司名称	收盘价	市值 (亿)	PE				净利润 (亿元)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603806.SH	福斯特	91.46	704	45	36.3	29.7	24.3	15.7	19.4	23.7	29
603212.SH	赛伍技术	27.89	112	57.5	28.3	19.8	16.2	1.9	3.9	5.6	6.9
300274.SZ	阳光电源	89.9	1,310	67	44.9	33.9	27.6	19.5	29.1	38.6	47.5
688390.SH	固德威	251.38	221	85	49.8	34	27	2.6	4.4	6.5	8.2
300763.SZ	锦浪科技	205.91	300	94.3	54.3	37.7	28	3.2	5.5	8	10.7
	行业平均			69.7	42.7	31	24.6				
688680.SH	海优新材	142.32	120	53.6	29.5	22	16	2.2	4.1	5.4	7.5

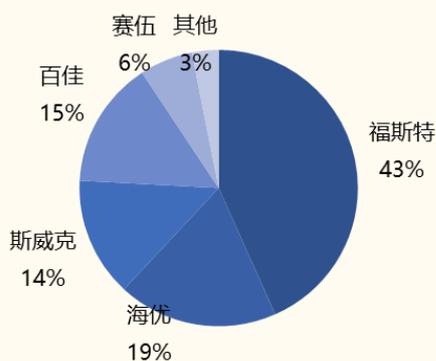
来源：Wind，国金证券研究所（截至 2021 年 4 月 30 日）

光伏胶膜稳定高增长赛道，EVA 树脂中长期供给充足

光伏胶膜竞争格局稳定，下游需求高增长

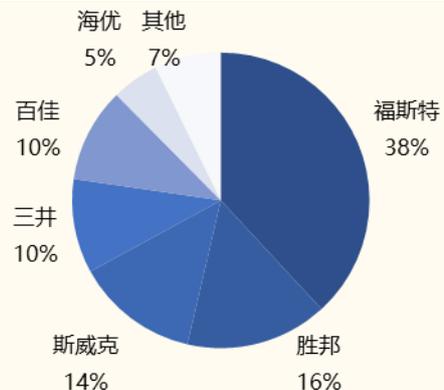
- 相较于光伏其他环节，胶膜技术路线相对稳定，潜在迭代风险小，行业摆脱补贴依赖后，胶膜企业有望充分享受光伏装机增长带来的红利。
 - 胶膜虽然仅占组件成本的 5%，但对组件可靠性影响非常大，主要体现在组件封装过程不可逆、要求 25 年运营寿命、及影响终端发电效率等方面，因此下游向上压价的动力较小，胶膜企业可以享受到装机增长带来的行业高增长红利。
 - 胶膜行业经历过龙头企业主动降价压缩利润、行业整合洗牌后，国外企业已基本退出市场，国内参与的企业也减少到仅剩 6~7 家，市场格局相对其他环节更为稳定。对于其他新进入者来说，种类繁多且严苛的终端认证程序（高门槛），及二线胶膜企业常年 20% 不到的毛利率（低盈利），不仅使胶膜产业投资的吸引力降低，也使其难以在短时间内达到胶膜生产的规模门槛。

图表 8：2021E 年底光伏胶膜市场产能分布



来源：各公司公告，国金证券研究所

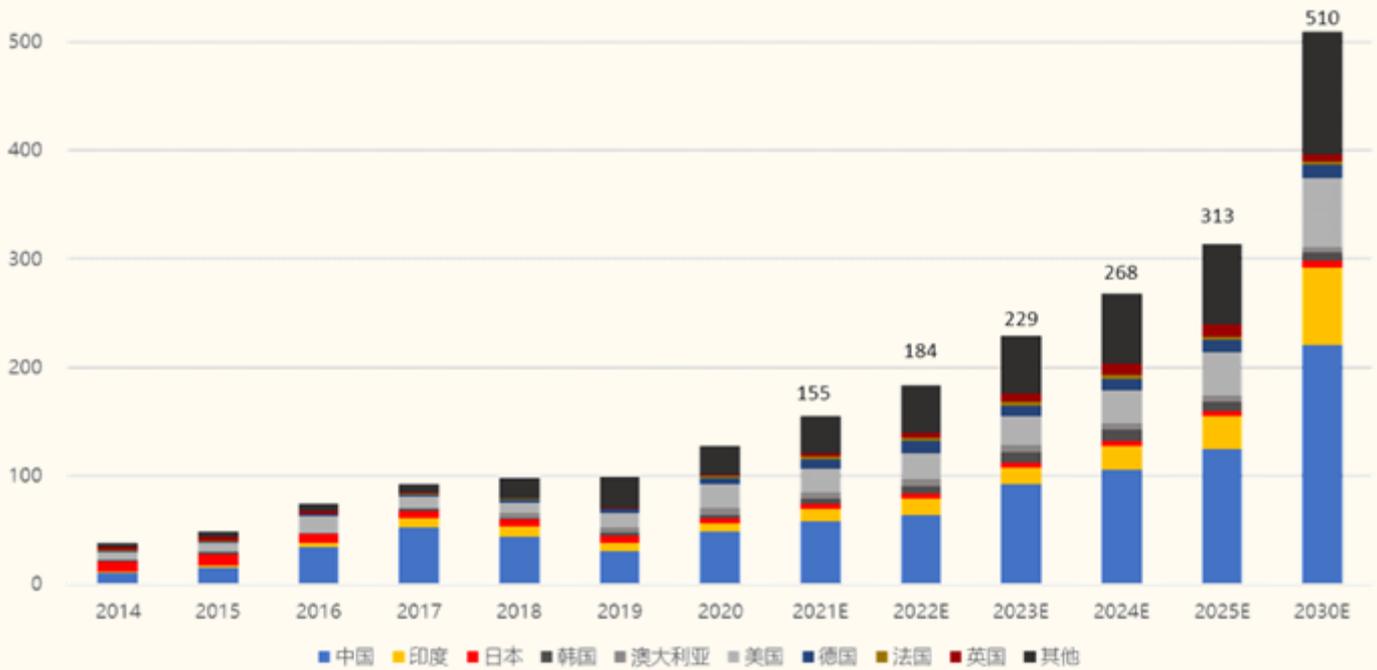
图表 9：2015 年底光伏胶膜市场产能分布



来源：各公司公告，国金证券研究所

- 光伏胶膜需求与组件需求正相关，假设 2021-2025 年全球光伏组件需求分别为 186/220/275/321/376GW（容配比 1.2:1），预计 2025 年光伏胶膜市场规模将达到 347.7 亿元，2020-2025 年化复合增速 18.5%。
- 2021 年全球光伏新增装机有望达到 155~160GW。2021 年国内光伏装机需求主要以 2020 年结转竞价项目（6~8GW，1H21 并网）、2019-2020 年存量光伏平价项目（40GW，抢 2021 年底前并网）及户用光伏（15GW，最后一年补贴）为主，预计全年国内需求约 50~60GW。今年海外需求除了传统市场及新兴市场的增长外，还包括去年受疫情影响的递延项目，增长确定性依然较高，预计 2021 年全球需求将达到 155~160GW。

图表 10：全球光伏新增装机预测 (GW)



来源：IRENA，国金证券研究所

图表 11：光伏胶膜需求测算表

		2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
装机需求	全球装机 (GW)	99	127	155	184	229	268	313
	容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
	组件需求 (GW)	119	153	186	220	275	321	376
	胶膜需求 (亿平)	11.9	15.3	18.6	22	27.5	32.1	37.6
	双面组件占比	15%	30%	40%	50%	55%	60%	65%
不同类型胶膜占比	透明EVA胶膜	70%	57%	53%	50%	49%	49%	49%
	白色EVA胶膜	16%	18%	18%	20%	20%	19%	18%
	POE胶膜	12%	16%	14%	10%	9%	7%	5%
	共挤POE胶膜	3%	10%	16%	20%	22%	25%	28%
价格预测 (元/平)	透明EVA胶膜	7.3	9	11	8.5	8.5	8	8
	白色EVA胶膜	8	9.5	11.5	9	9	8.5	8.5
	POE胶膜	11.2	11.5	11.7	11.5	11.5	11.5	11.5
	共挤POE胶膜	11.2	11.5	11.7	11.5	11.5	11.5	11.5
市场空间	透明EVA胶膜	60.4	77.9	108.4	93.7	114.7	126	147.4
	白色EVA胶膜	14.8	25.5	38.5	39.7	49.6	51.9	57.5
	POE胶膜	15.9	28.7	29.4	25.4	28.5	25.9	21.6
	共挤POE胶膜	3.3	16.8	33.7	50.7	69.6	92.4	121.1
	合计	94.4	148.9	210	209.5	262.3	296.3	347.7

来源：IRENA、CPIA，国金证券研究所

EVA树脂阶段性紧张，中长期供给充足

- **EVA树脂价格对光伏胶膜成本影响最大。**光伏胶膜生产成本中85%-90%为直接材料，其中90%以上为EVA/POE树脂，其余材料为交联剂、抗氧化剂、钛白粉（白色EVA）等助剂。由于公司POE胶膜以共挤型POE为主（EVA-POE-EVA三层结构），对EVA树脂消耗量更大，因此EVA树脂价格的变化将对公司生产成本产生较大影响。

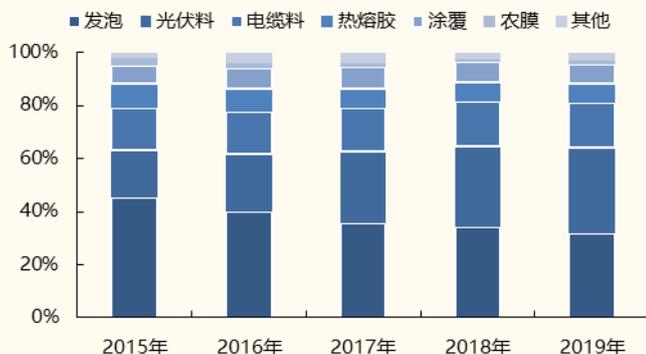
图表 12：光伏胶膜配方、生产工艺及应用领域对比

	透明EVA胶膜	白色EVA胶膜	POE胶膜
配方	99%EVA树脂 + 交联剂 + 增粘助剂 + 抗氧化剂	90%EVA树脂（双面用则需改为低熔指EVA树脂） + 白色填料	99%POE树脂 + 交联剂 + 增粘助剂 + 抗氧化剂
生产工艺变动	-	需增加：白色填料的预处理，双螺杆挤出设备进行共混分散，专用设备进行定型处理	需增加：双螺杆挤出；热塑型POE胶膜须要连续的熔融改性处理设备进行处理；专用的绕组和特殊收卷设备进行手卷。
应用领域	单玻组件、双玻组件	单玻组件、双玻组件及薄膜组件	PERC双面双玻、N型双面双玻等

来源：福斯特公告，国金证券研究所

- **EVA树脂价格受原油价格和供需关系影响。**EVA树脂的主要原料为乙烯和醋酸乙烯（石油化工下游产品），其价格既受国际原油价格的影响，也受市场供需关系的影响。目前EVA树脂下游最大的需求来自发泡鞋材和光伏胶膜领域，占比超过60%。
- 历史上EVA树脂价格基本在1.1~1.3万元/吨范围内波动。2020年3月受到原油价格暴跌和疫情的影响，EVA价格从1.3万元陡跌至0.95万元，到6月份行业开工率只有5成，导致下半年光伏需求启动后，EVA树脂因供不应求价格出现快速上涨，2021年3月EVA报价已到2万元/吨，创下近几年新高。

图表 13：EVA树脂下游应用分布情况



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 14：2015-2021年EVA树脂价格走势（元/吨）

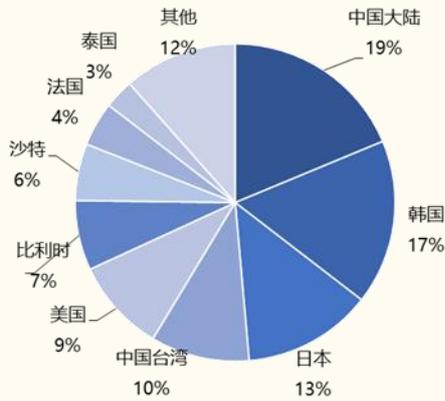


来源：Wind，国金证券研究所

- **EVA树脂国产化率提高，将增强胶膜成本可控性。**早期我国EVA树脂高度依赖进口，随着国内石化企业生产工艺的不断成熟及新装置的投放，近几年国产EVA成为市场主要的增量来源。根据统计，2020年我国EVA光伏料进口量约40万吨，进口依存度从2019年的75%下降到65%，主要来自韩华道达尔、LG、新加坡TPC等亚洲企业。原材料的国产化将减少胶膜企业受汇率波动的影响、缩短交货期，增强生产成本的可控性。
- **短期供需紧张局面可能延续至四季度。**目前国内EVA光伏料的供应商主要有斯尔邦、联泓、宁波台塑和扬子巴斯夫，合计产能67万吨，但由于EVA装置稳定运行及下游应用领域众多等因素，2019/2020年光伏级产量实际贡献分别为13.3/20.5万吨，预计2021年新增贡献约7~10万吨，可满足约15~20GW新增需求。因2018-2020年国内新装置投放较少，而2021年新投装置开车后一般要先生产LDPE（低密度聚乙烯），经过一段时间稳定运行后才能生产EVA且对企业生产工艺要求高，新装置+新供应商给短期供给增加了不确定性，预计今年EVA树脂供需紧张的局面可能将延续至四季度。

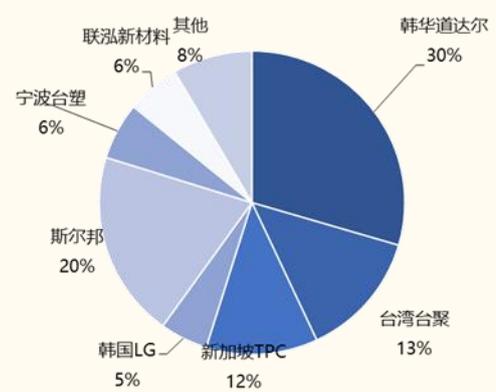
- 中长期规划产能充足，可保障光伏需求增长。中长期来看，2021-2023 年仅国内计划新投装置达到 200 万吨以上，且大部分为中石化、中化集团项目，资金实力雄厚、投产确定性高，EVA 树脂整体供需格局有望显著改善。虽然新装置光伏料产出比例仍存在变数，但随着其他用途 EVA 供应的充分满足，光伏级 EVA 生产工艺成熟企业的光伏料占比有望大幅提高。中性和乐观假设下，未来三年 EVA 光伏料新增产量将达到 70 万吨和 90 万吨，基本能够满足每年 45GW 以上的需求增量。

图表 15：全球 EVA 树脂产能分布情况



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 16：2020 年光伏级 EVA 树脂产量分布情况



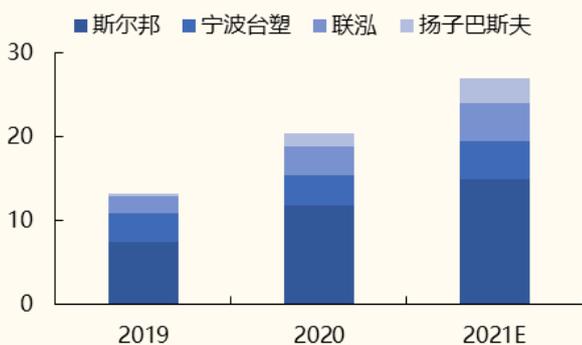
来源：卓创资讯，国金证券研究所测算

图表 17：近几年国内 EVA 装置拟投产时间

企业名称	规划产能 (万吨)	投产时间	技术	技术提供商
延长中煤榆林能化	30	2021年1月 (已投产)	管式	巴塞尔
扬子石化	10	2021年3月 (已投产)	釜式	巴塞尔
泉州石化	10	2021年5月	釜式	埃克森
茂湛一体化	10	2021年	釜式	巴塞尔
古雷炼化一体化	30	2021年	管式	巴塞尔
新疆天利高新	20	2022年	管式	巴塞尔
浙江石化	10	2022年	釜式	巴塞尔
宁夏宝丰	25	2023年	管式	巴塞尔
裕龙岛	20	2023年	釜式	未定
裕龙岛	40	2023年	管式	未定

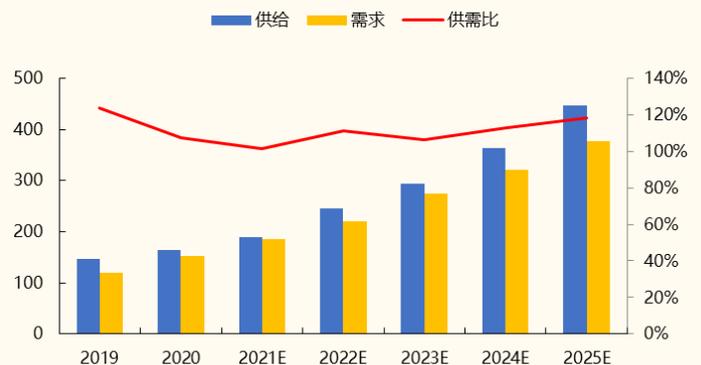
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 18：国内光伏级 EVA 树脂产量 (万吨)



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 19：全球光伏级 EVA 树脂供需测算 (GW)



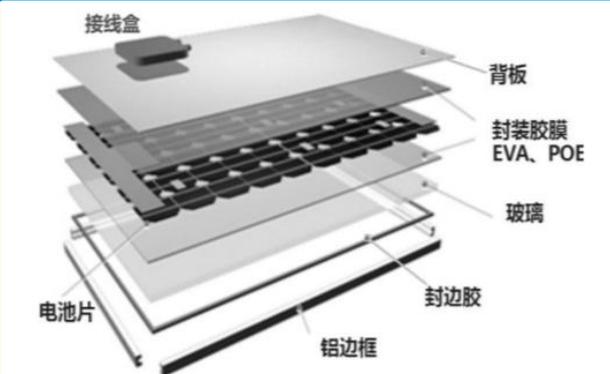
来源：卓创资讯，国金证券研究所测算

市占率提升+盈利能力改善，成长潜力突出的光伏胶膜龙二

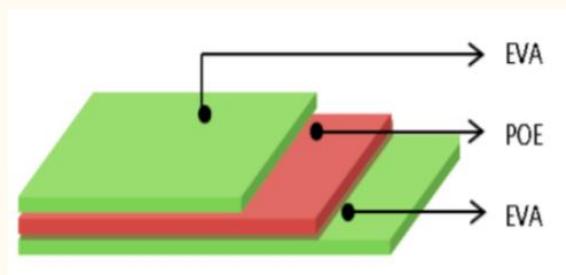
技术积累深厚，多次引领行业革新

- **核心团队技术积累深厚，前瞻把握行业趋势。**公司管理团队毕业于上海交通大学、北京工商大学高分子材料相关专业，具备行业多年研发与市场经验，对行业理解深刻，同时核心研发人员担任销售总监及市场总监职务，并深度参与研发工作，能更好地前瞻性把握市场和技术发展趋势。
- **率先研发电子束辐照预交联技术，突破白色 EVA 胶膜技术难题。**通过在电池片背面使用白色 EVA 胶膜封装，可增加电池片间隙入射光反射，提高双玻/单玻组件 7~10/1~3W 的输出功率。白色 EVA 概念 2012 年就已提出，但由于流动性大导致组件外观缺陷而被搁置。2014 年公司率先研发电子束辐照预交联技术生产白色 EVA（并于 2019 年取得相关专利授权），消除了白色 EVA 胶膜的流动性，提高了耐热性和尺寸稳定性，推动了白色 EVA 的量产。
- **POE 胶膜抗 PID 性能优异，广泛应用于双玻组件中，但存在生产效率低、良率低的问题。**单晶 PERC 双面电池背面钝化和局部铝背场的设计，导致电池的背面特别容易发生 PID 现象，尤其在双玻组件中更为明显。由于非极性的特点，POE 与 EVA 相比，具有更高的水汽阻隔率、更优秀的耐候性能和更强的抗 PID 性能，更加适用于双面双玻组件和 N 型组件中。
 - 但由于助剂与 EVA 为极性材料，与 POE 相容性较差，导致单层 POE 胶膜在应用中存在以下问题：1) 易产生气泡，组件层压良率低；2) 表面光滑易移位，影响组件生产效率；3) 组件正面胶膜必须配套使用 POE，且 POE 树脂基本依赖进口，一般情况下原材料成本较 EVA 高 30% 左右。
- **公司首推 EPE 胶膜，兼具 EVA、POE 优点并能降低成本。**共挤 POE（EPE）胶膜将 EVA 和 POE 按一定比例多层共挤，解决了单层 POE 胶膜层压良率低和效率低的问题，同时具备 POE 高抗 PID 性能，且由于 EPE 外层为 EVA 材料，组件正面可使用 EVA 胶膜进行封装，EVA-EPE 的封装结构相较于 POE-POE 结构，POE 树脂用量大幅减少，可降低组件封装成本。EPE 兼具 EVA 和 POE 优点，2019 年一经公司推出即在下游获得认可，渗透率快速提升，预计未来在双玻组件中将成为主要的封装胶膜。

图表 20：光伏组件封装胶膜对电池片起保护作用



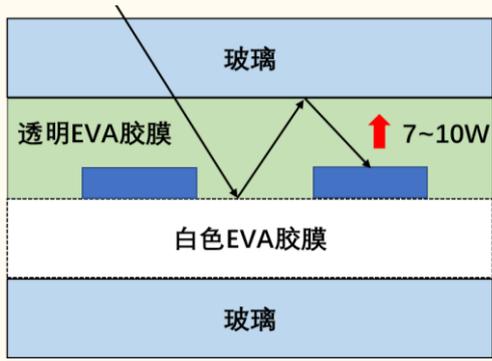
图表 21：共挤型 POE 提高组件生产效率和成品率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

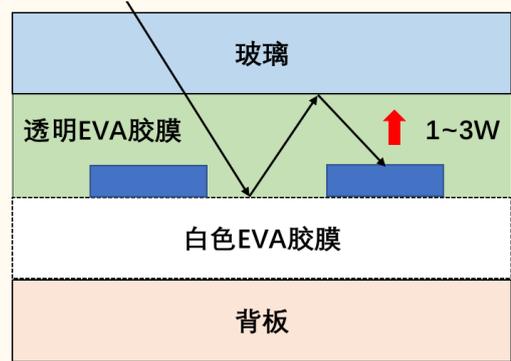
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 22：白膜可使双玻组件输出功率提高 7~10W



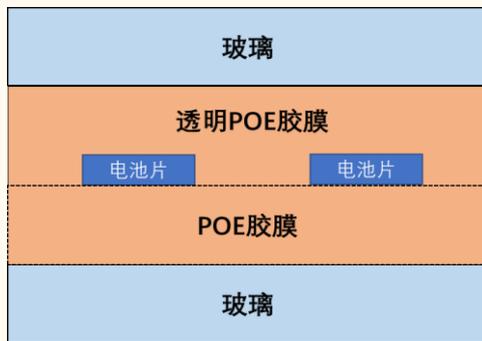
来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

图表 23：白膜可使单玻组件输出功率提高 1~3W



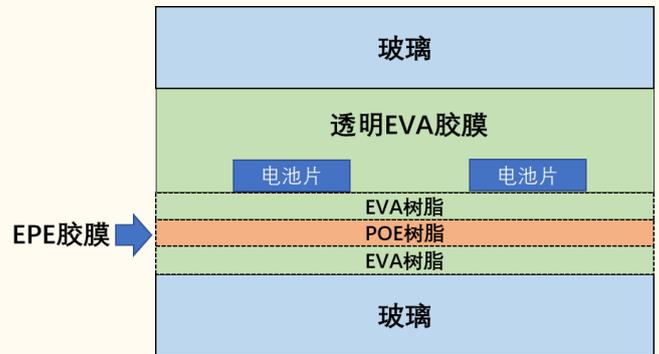
来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

图表 24：POE 胶膜封装结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

图表 25：EPE 胶膜封装结构

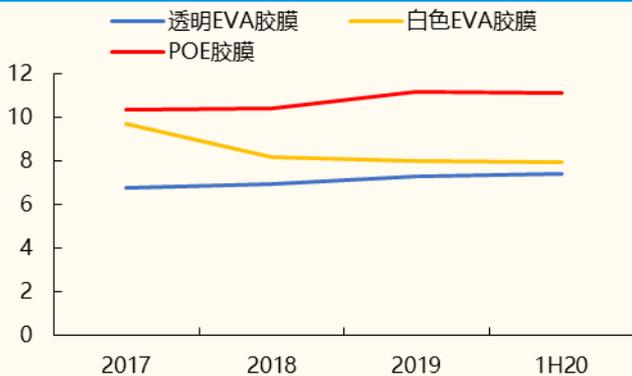


来源：公司招股说明书，国金证券研究所绘制

产品结构优化，市占率加速提升，实现量利共振

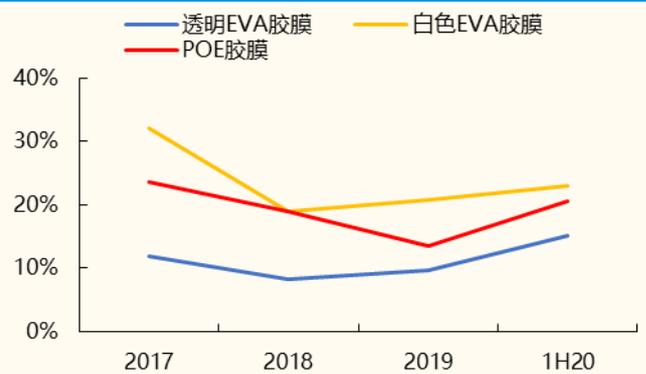
- 产品结构持续升级，销售单价和盈利能力具备改善空间。随着双玻组件的推广及 N 型组件占比提升，POE/共挤 POE 胶膜的需求及占比迅速增长，白色 EVA 胶膜也逐渐成为单玻组件的标配。
- 公司 2020 年上半年透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、POE 胶膜均价分别为 7.43、7.93、11.12 元/平，毛利率分别为 15.2%、23.0%、20.6%，白色 EVA 胶膜和 POE 胶膜的单价、毛利率均好于透明 EVA。
- 公司 IPO 募投项目“年产 1.7 亿平方米高分子特种膜技术改造项目”拟投资 3.45 亿元对现有厂区进行技改，主要用于扩产白色增效 EVA 胶膜、POE 胶膜。随着高毛利产品占比的提升，公司盈利将有望改善。

图表 26：公司胶膜产品单价（元/m²）



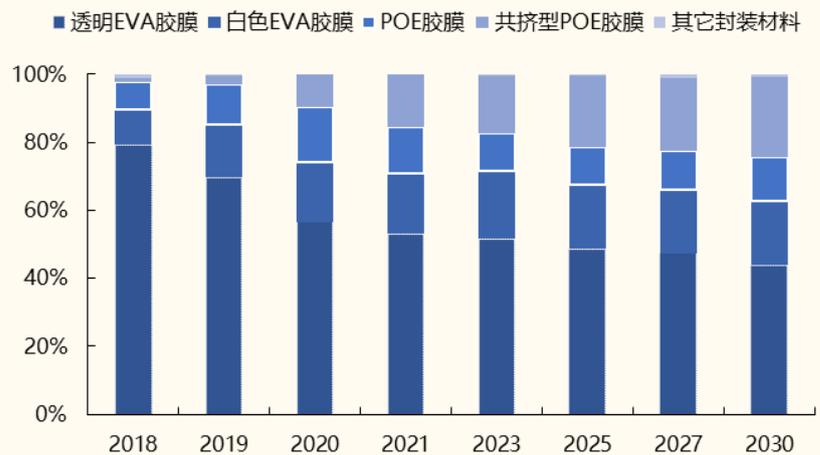
来源：公司招股说明书，国金证券研究所（2020 年年报末披露分产品收入）

图表 27：公司胶膜产品毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所（2020 年年报末披露分产品毛利率）

图表 28: 2020 年 POE/共挤 POE 市占率提升至 25.5%



来源: CPIA, 国金证券研究所

图表 29: 公司 IPO 募投资金使用情况 (万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资金额
1	年产 1.7 亿平方米高分子特种膜技术改造项目	34,500	34,500
2	补充流动资金及偿还银行贷款	25,500	25,500
合计		60,000	60,000

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 30: 募投项目投资预算 (万元)

序号	项目名称	投资金额	占项目投资额的比例
1	设备购置费	31,500.00	91.30%
2	建设安装工程费	155.86	0.45%
3	工程其他费用	750.40	2.18%
4	预备费用	648.13	1.88%
5	铺底流动资金	1,445.62	4.19%
合计		34,500.00	100.00%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **组件头部化+上市扩产, 市占率有望加速提升。**公司 2020 年胶膜出货 1.63 亿平, 市占率为 10%左右 (仅次于福斯特 52%和斯威克 14%)。预计 2021 年底公司胶膜产能将达到 6 亿平, 同比增加 4 亿平。随着未来组件市场向头部集中, 以及组件企业供应链管理意识的提高, 公司作为排名前三的胶膜核心供应商, 有望缩小与龙头的市占率差距, 从而实现高于行业平均速度的增长。
- 公司下游客户主要为晶科、隆基、天合、晶澳、韩华等头部组件企业, 2020 年由于疫情影响和原材料涨价, 组件行业洗牌加速, CR4 从不足 40%提高到 54%, CR10 从不足 60%提高到 81%。2021 年产业链成本压力依然存在, 预计头部一体化组件企业将凭借规模优势和出色的供应链管理, 市占率有望进一步提高。

图表 31：公司光伏胶膜产能及规划



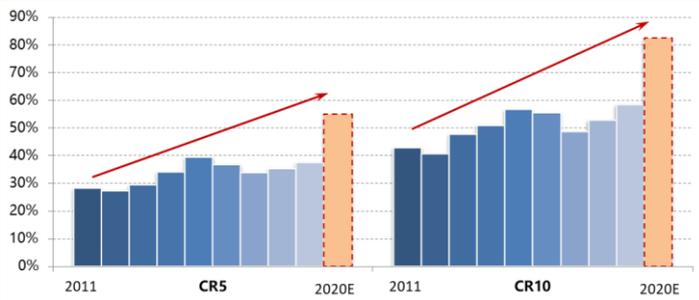
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 32：公司胶膜出货量及预测



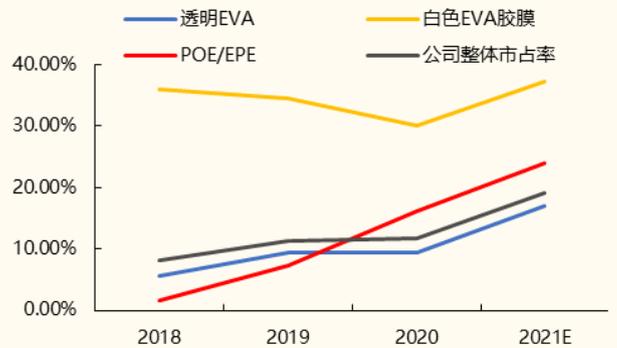
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 33：十年来组件行业集中度变化趋势及预测



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司不同胶膜产品市占率测算

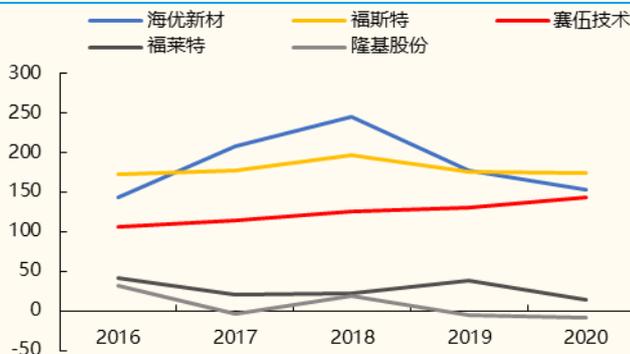


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

融资优势有助于提高盈利能力和供应链管控效率

- 胶膜行业营运资金占比大，龙头现金周转天数 170-180 天，显著高于光伏其他环节。胶膜下游主要为光伏组件企业，通常以商业承兑汇票或银行承兑汇票结算，产品销售回款周期较长，而上游供应商主要为大宗化工原料厂商，通常以现款结算，采购付款结算账期较短，因此行业具有营运资金占用较大的特点。胶膜龙头福斯特 2016-2020 年现金周转天数分别为 173、177、196、176、174 天，显著高于光伏其他环节，按照当前 EVA 树脂价格测算每亿平胶膜所需营运资金为 3.7~4.4 亿元。（注：现金周转天数=应收+预付+存货-应付-预收）

图表 35：胶膜企业现金周转天数高于其他光伏企业



来源：Wind，国金证券研究所

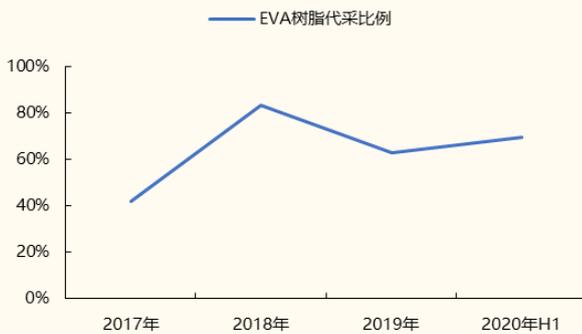
图表 36：1 亿平胶膜占用营运资金测算

产能 (亿平)	1	1
现金周转天数	180	150
EVA 粒子含税价 (万元/吨)	2	2
EVA 粒子含税价 (万元/吨)	1.3	1.3
营运资金测算上限 (亿元)	4.4	3.7
营运资金测算下限 (亿元)	2.9	2.4

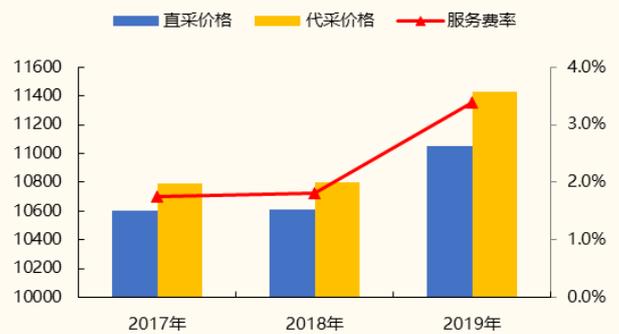
来源：Wind，国金证券研究所测算

- 过去由于现金流紧张，公司采取票据贴现、背书、现金折扣的方式提高资金周转速度，上市后补足资金规模、融资渠道短板，公司盈利能力和供应链管控效率有望提高。
- 为缓解资金压力，公司在采购时有一定比例货款通过贸易商以商票背书的方式代采，因此所产生的服务费拉高了原料采购成本。根据2017-2019年公司EVA树脂采购价分析，服务费率约为采购额2%-3%，取消代采后预计对毛利率的贡献约为1.5-2.2pct（以合理毛利率15%-20%测算）。
- 为加快回款周期，公司对主要客户在销售时采取提前回款可享有一定现金折扣的政策，同时将收到的票据贴现给银行筹资，增加了财务费用（承兑汇票贴息和现金折扣），上市后公司将减少该部分财务费用支出，有望提振公司净利率。
- 资金的优势还体现在供应链管理上，公司过去因为资金链紧张，库存常年保持在1个月以内，高周转保证了公司的运营效率，但当原材料价格波动时，低库存策略同时也可能导致公司盈利出现波动。上市后随着资金规模扩大，公司有望通过更加机动的采购/库存策略提高盈利能力和盈利稳定性，并在原材料紧缺的情况下保障原料稳定供应和生产规模的扩张。

图表 37：公司原材料代采比例测算



图表 38：EVA树脂直采/代采价格（元/吨，加权平均）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

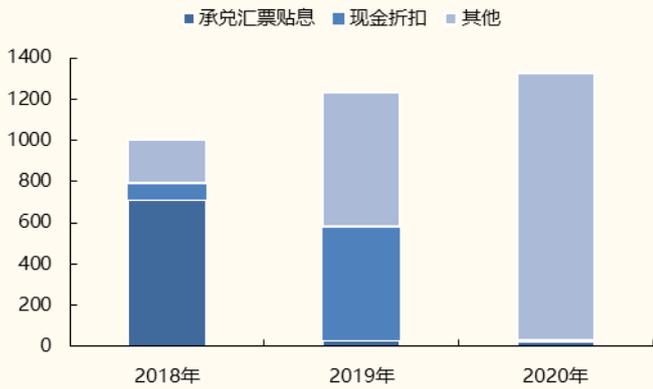
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 39：代采对毛利率敏感性测算

	直采	代采 (2%)	代采 (3%)
克重 (kg/平米)	0.5	0.5	0.5
原材料价格 (万元/吨)	1.30	1.33	1.34
原材料成本 (元/平米)	6.50	6.63	6.70
人工+制造 (元/平米)	0.70	0.70	0.70
运费 (元/平米)	0.10	0.10	0.10
生产成本 (元/平米)	7.30	7.43	7.50
胶膜含税价格 (元/平米)	10.00	10.00	10.00
毛利率	17.5%	16.0%	15.3%
毛利率差额 (pct)		-1.47	-2.20

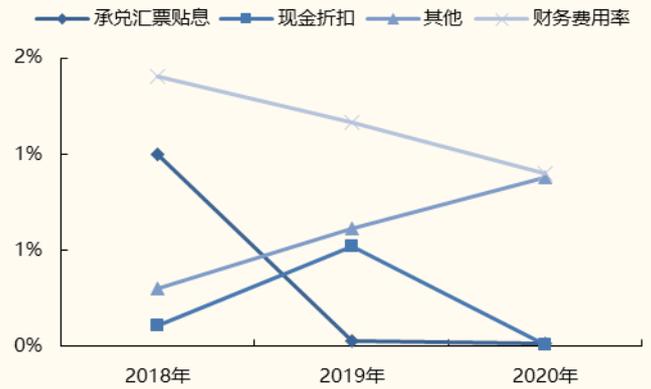
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 40：公司财务费用构成（万元）



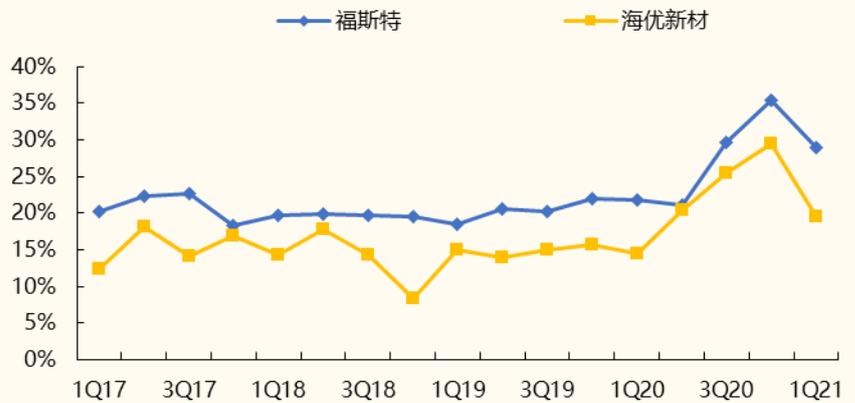
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：公司各项财务费用占收入比重



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：公司历史单季毛利率波动较大



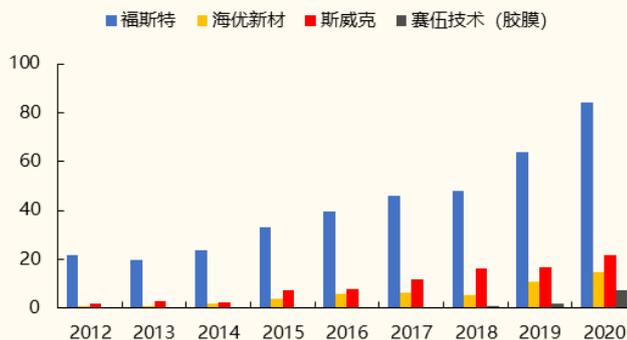
来源：Wind，国金证券研究所

福斯特、海优、斯威克、赛伍对比分析：后起之秀，规模优势渐显

- 海优新材与福斯特、斯威克（东方日升）、赛伍技术均为光伏胶膜行业排名前列的上市公司，且产品种类相似，可比性较强，我们将从发展历程、产品类型、产品创新力、产能规划、财务指标几个维度对四家公司进行对比分析。
- 从发展历程来看，海优威早年主营非光伏业务，涉足光伏胶膜领域晚于福斯特和斯威克。杭州福斯特 2003 年成立并开始研发光伏胶膜产品，2015 年开始布局感光干膜、铝塑复合膜等新材料领域；上海海优威 2005 年成立，主营业务为光纤光缆用封装材料，2010 年进入光伏胶膜领域，2017 年开始布局玻璃胶膜等非光伏业务；常州斯威克 2005 年成立并开始研发光伏胶膜，2010 年实现规模化量产，2014 年开始铝塑膜等新材料的研发；苏州赛伍 2008 年成立，主营业务为光伏背板，2017 年正式进入光伏胶膜领域，同时在新能源汽车、半导体及消费电子等领域布局薄膜材料业务。
- 历史上公司在融资渠道上与福斯特、斯威克也存在差距。斯威克 2013 年被东方日升（2010 年创业板上市）收购，福斯特 2014 年在上交所上市，海优新材 2015 年在新三板挂牌、直至 2021 年才在科创板上市，融资渠道的劣势使公司在较长时间内难以产生规模优势，表现在与头部的毛利率差距较大。
- 从产品类型来看，老牌光伏胶膜企业产品线更加全面。福斯特、海优威和斯威克光伏胶膜产品线更加全面，包括透明 EVA 胶膜、白色 EVA/POE 胶

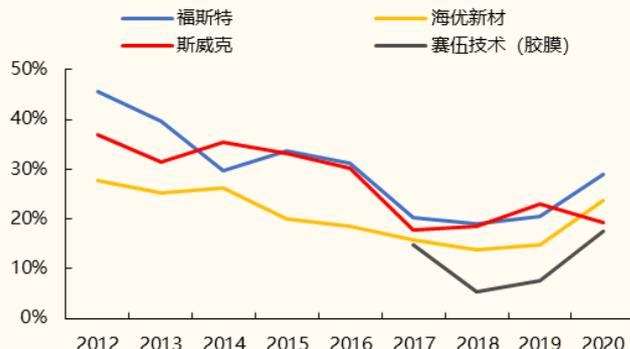
膜、POE/EPE 胶膜等，赛伍 2017 年刚切入光伏胶膜业务时以 POE/EPE 胶膜为主，2021 年白色 EVA 胶膜开始量产，产品线逐渐丰富。

图表 43：光伏胶膜企业收入对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：光伏胶膜企业毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

- 从产品创新力来看，公司逐渐从行业领先做到成功引领行业技术革新。公司在 2013 年推出抗 PID 型 EVA 胶膜，时间上稍逊于其他对手，但仍处于行业前列。2014 年公司将电缆行业广泛应用的电子束辐照预交联技术首次应用在白膜的生产中，突破性地解决了困扰行业许久的白膜溢胶等问题。在 2017 年福斯特推出 POE 胶膜后，公司又在 2019 年初率先推出多层共挤 POE 胶膜。白膜和共挤 POE 胶膜的研发并量产成功引领了行业革新，证明了公司在产品创新方面的竞争优势。

图表 45：海优新材、福斯特、斯威克与赛伍技术发展历程对比



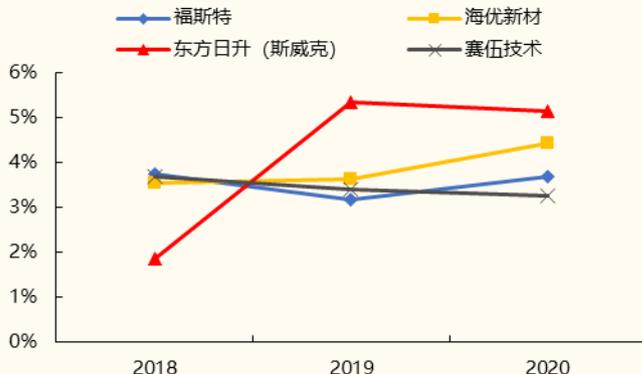
来源：各公司官网，国金证券研究所

图表 46：光伏胶膜企业研发费用对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 47：光伏胶膜企业研发费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

- 从产能规划来看，海优威有望成为第二大胶膜企业。2020 年底福斯特、海优威、斯威克、赛伍产能分别为 10.5、2、3.5 和 1.2 亿平，其中福斯特、海优威、赛伍都制定了比较激进的扩张目标，2021 年胶膜产能将分别新增

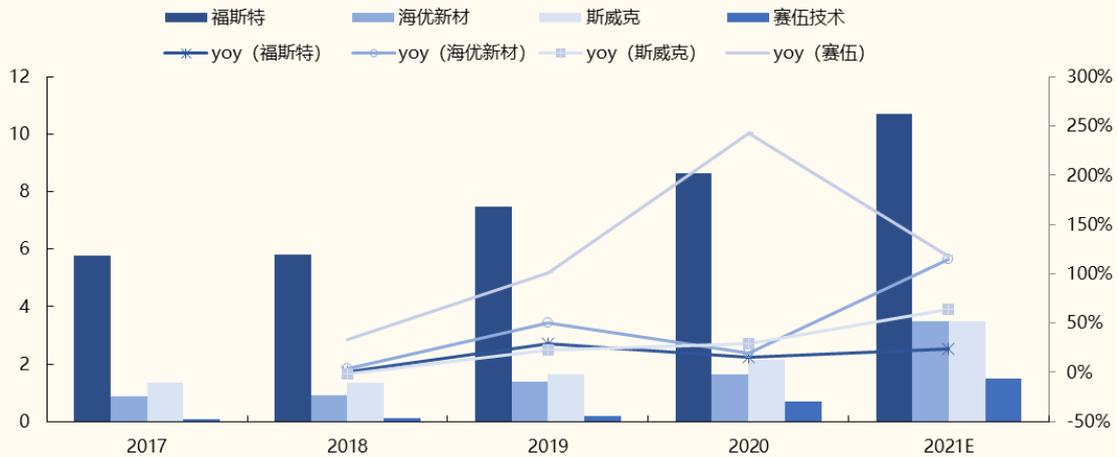
3~4/4/3.5 亿平，斯威克计划到 2025 年前新增 3 亿平胶膜产能（年均新增 0.6 亿平）。

图表 48：光伏胶膜企业扩产规划

企业名称	项目	扩产规模	预计投产时间	建设地点
福斯特	白色EVA胶膜	2.5亿平	2021年前	浙江杭州
福斯特	POE胶膜	2亿平	2021年前	浙江杭州
福斯特	EVA胶膜+POE胶膜	2.5亿平	2022年前	浙江嘉兴
福斯特	EVA胶膜+POE胶膜	5亿平	2023年前	安徽滁州
海优威	EVA 胶膜	3亿平	2021年	泰州/上饶/义乌
海优威	白色EVA+POE胶膜	1.7亿平	2021年	上海金山
斯威克	光伏胶膜	3亿平	2025年前	浙江义乌
赛伍技术	POE胶膜	1亿平	2021年	苏州吴江
赛伍技术	POE胶膜	2.55亿平	2021年	浙江浦江

来源：各公司公告、官网，国金证券研究所

图表 49：光伏胶膜企业出货量情况及预测（亿平）



来源：各公司公告，国金证券研究所

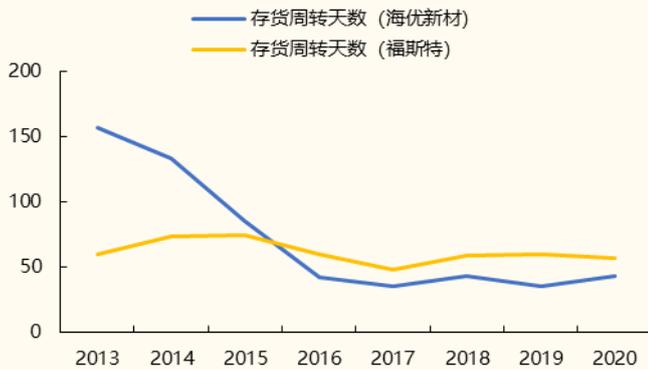
图表 50：光伏胶膜企业产能情况及预测（亿平）



来源：各公司公告，国金证券研究所

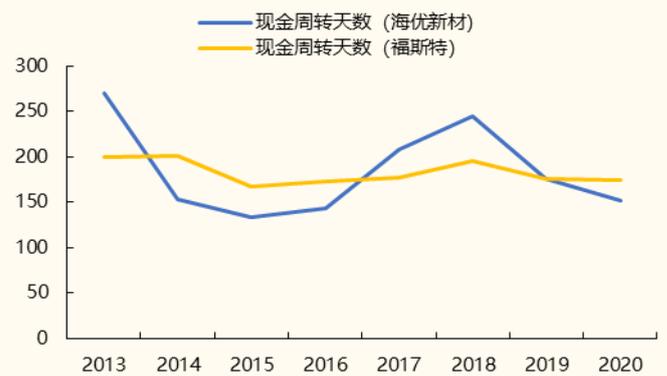
- 由于东方日升（斯威克）主营业务中包含了电池和组件的收入，赛伍技术主营业务中包含了背板的收入，财务比率和纯胶膜企业差异较大，不具有可比性，下面我们针对福斯特和海优新材的财务指标进行分析。
- 从营运指标来看，2017-2020 年海优新材存货周转天数为 36、43、36、43 天，低于福斯特的 47、59、60、56 天；2017-2020 年海优新材现金周转天数为 208、245、176、152 天，同期福斯特为 177、196、176、174 天。公司由于销售规模和资金规模较小，更加注重运营效率和资金周转率，以获取更高的销售收入和市场份额。

图表 51：海优新材与福斯特存货周转天数对比



来源：Wind，国金证券研究所

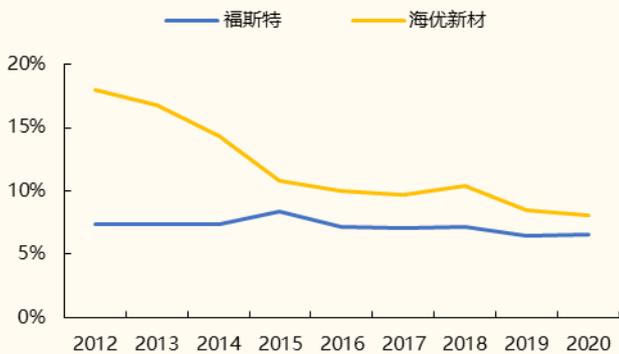
图表 52：海优新材与福斯特现金周转天数对比



来源：Wind，国金证券研究所（现金周转天数=应收+预付+存货-应付-预收）

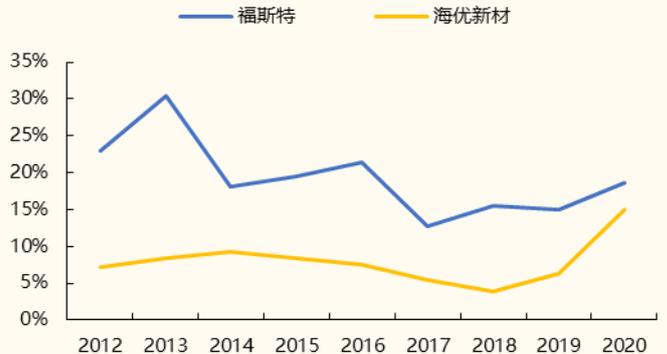
- 从费用和盈利指标来看，随着销售规模的扩大，公司费用率和福斯特的差距逐渐缩小，净利率也在近几年稳步提升，但截至 2020 年公司仍与福斯特有 1.5pct 的费用率差距，上市后由于规模效应和融资成本降低，公司有望进一步缩小和福斯特的差距。

图表 53：海优新材与福斯特费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 54：海优新材与福斯特净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **全球新冠疫情恶化超预期：**目前海外需求占全球新增光伏装机量约 2/3，若海外疫情持续不受控，令项目建设长时间停滞，甚至引发全球经济大萧条，则可能直接影响光伏终端需求。
- **公司项目建设进度不及预期：**新建项目对公司业绩有显著贡献，若建设及投产进度不达预期，可能导致公司业绩低于预期。
- **原材料涨价超预期：**胶膜成本中原材料占比高达 85%以上，其中 EVA 树脂占比最高且与国际原油价格相关，若树脂价格涨幅超出预期，可能导致公司盈利能力下滑。

- **需求增长不及预期：**尽管光伏已经能够在大部分地区实现平价，但与传统能源集团、电网等的利益博弈仍有可能导致装机量增长不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	715	1,063	1,481	4,017	5,106	6,962	货币资金	6	83	154	1,431	1,485	1,528
增长率	48.6%	39.3%	171.2%	27.1%	36.3%		应收款项	516	563	807	1,303	1,605	1,928
主营业务成本	-616	-905	-1,123	-3,320	-4,185	-5,690	存货	90	88	168	364	459	624
%销售收入	86.1%	85.1%	75.8%	82.7%	82.0%	81.7%	其他流动资产	22	77	66	196	281	428
毛利	99	159	358	697	921	1,273	流动资产	634	811	1,195	3,294	3,829	4,507
%销售收入	13.9%	14.9%	24.2%	17.3%	18.0%	18.3%	%总资产	77.2%	77.7%	78.2%	82.8%	79.3%	77.9%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-6	-8	-10	长期投资	17	13	27	27	27	27
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	131	164	205	519	805	1,062
销售费用	-21	-20	-12	-29	-37	-50	%总资产	16.0%	15.7%	13.4%	13.0%	16.7%	18.3%
%销售收入	2.9%	1.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	24	27	47	74	101	127
管理费用	-18	-19	-30	-60	-77	-104	非流动资产	187	233	333	686	998	1,281
%销售收入	2.5%	1.8%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	%总资产	22.8%	22.3%	21.8%	17.2%	20.7%	22.1%
研发费用	-25	-39	-65	-141	-179	-244	资产总计	821	1,044	1,528	3,980	4,827	5,789
%销售收入	3.5%	3.6%	4.4%	3.5%	3.5%	3.5%	短期借款	118	113	386	555	920	1,252
息税前利润 (EBIT)	34	79	249	461	621	864	应付款项	95	157	250	484	610	751
%销售收入	4.7%	7.5%	16.8%	11.5%	12.2%	12.4%	其他流动负债	141	197	104	51	67	91
财务费用	-10	-12	-13	-20	-24	-36	流动负债	353	467	740	1,090	1,597	2,094
%销售收入	1.4%	1.2%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	长期贷款	15	17	14	14	14	14
资产减值损失	10	3	4	0	0	0	其他长期负债	2	17	21	29	43	59
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	371	501	775	1,133	1,654	2,167
投资收益	7	2	13	15	18	20	普通股股东权益	450	543	753	2,847	3,173	3,621
%税前利润	26.7%	2.8%	5.2%	3.2%	2.9%	2.3%	其中：股本	61	63	63	84	84	84
营业利润	28	70	254	466	625	858	未分配利润	109	163	360	604	930	1,378
营业利润率	3.9%	6.6%	17.2%	11.6%	12.2%	12.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	0	0	0	0	负债股东权益合计	821	1,044	1,528	3,980	4,827	5,789
税前利润	28	72	254	466	625	858	比率分析						
利润率	3.9%	6.8%	17.1%	11.6%	12.2%	12.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	0	-6	-31	-61	-81	-112	每股指标						
所得税率	1.4%	7.6%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.45	1.06	3.54	4.83	6.47	8.89
净利润	28	67	223	405	544	747	每股净资产	7.36	8.62	11.95	33.89	37.77	43.10
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-2.23	-0.22	-2.73	-1.80	3.68	5.18
归属于母公司的净利润	28	67	223	405	544	747	每股股利	0.00	0.00	0.00	1.93	2.59	3.55
净利率	3.9%	6.3%	15.1%	10.1%	10.7%	10.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.14%	12.32%	29.66%	14.24%	17.14%	20.62%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	3.37%	6.41%	14.61%	10.19%	11.27%	12.90%
净利润	28	67	223	405	544	747	投入资本收益率	5.72%	10.90%	19.01%	11.74%	13.16%	15.38%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	16	19	39	68	97	主营业务收入增长率	11.13%	48.61%	39.30%	171.23%	27.11%	36.35%
非经营收益	-7	3	-5	11	30	51	EBIT增长率	-26.65%	135.04%	213.75%	84.99%	34.75%	39.08%
营运资金变动	-158	-99	-410	-606	-333	-459	净利润增长率	-21.83%	142.18%	233.78%	81.63%	34.17%	37.24%
经营活动现金净流	-136	-14	-172	-151	309	435	总资产增长率	14.13%	27.24%	46.32%	160.50%	21.30%	19.92%
资本开支	-16	-25	-56	-387	-380	-380	资产管理能力						
投资	14	1	0	-30	0	0	应收账款周转天数	130.1	86.0	98.5	80.0	80.0	70.0
其他	0	4	3	15	18	20	存货周转天数	43.7	36.0	41.7	40.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-2	-20	-53	-402	-362	-360	应付账款周转天数	50.4	45.7	51.9	40.0	40.0	35.0
股权募资	0	35	0	1,851	0	0	固定资产周转天数	40.3	54.3	45.5	36.3	41.8	38.9
债权募资	2	39	308	172	372	338	偿债能力						
其他	113	30	-23	-193	-266	-370	净负债/股东权益	28.17%	8.75%	32.72%	-30.30%	-17.34%	-7.24%
筹资活动现金净流	115	103	284	1,830	106	-32	EBIT利息保障倍数	3.4	6.4	18.7	23.1	25.9	24.1
现金净流量	-24	69	59	1,278	53	44	资产负债率	45.17%	48.01%	50.73%	28.46%	34.26%	37.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	7	11	15	21
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402