

# 海优新材 (688680)

公司研究/深度报告

## 光伏胶膜优质“赛道”，快速成长的新一线龙头

—海优新材 (688680) 深度报告

深度研究报告/基础化工

2021年06月28日

### 报告摘要:

- **核心逻辑:** 优质“赛道”、快速成长、盈利提升
- **逻辑一:** 胶膜是较为优质的“赛道”

胶膜是光伏组件重要辅材，市场需求跟随光伏装机量快速增长。同时，由于光伏产业对高效率的追求，白色 EVA、POE 等胶膜占比提升，胶膜平均价值量会不断提升。技术路线上，胶膜技术路线稳定，被替代风险较小。

- **逻辑二:** 公司市占率未来会有较大的提升

胶膜目前龙头为福斯特，市占率 50% 左右，下游客户培养二供诉求较强。公司产品和技术实力较强，率先融资上市并大幅扩产，未来有望大幅扩大市场份额，成为胶膜行业新一线龙头，目标市占率 25%-30%。

- **逻辑三:** 公司未来盈利能力有望上一个台阶

公司目前毛利率和费用率与福斯特有一定差距，主要原因为上市前缺乏资金带来的销售折让多、采购成本高、财务费用高等，随着上市补足融资短板，同时快速扩产摊薄成本和费用，公司未来盈利能力有望上一个台阶。

- **盈利预测与投资建议**

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 40.74、59.38、72.05 亿元，同比增长 175.1%、45.7%、21.3%，归母净利润分别为 4.34、6.57、8.7 亿元，同比增长 94.5%、51.3%、32.4%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 39.6、26.2、19.8 倍。参考 CS 光伏产业当前 48.82 倍 PE (TTM)，行业空间广阔、公司成长较快，维持“推荐”评级。

- **风险提示**

光伏需求不及预期，竞争激烈导致产品价格过快下跌，原材料大幅涨价。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,481 | 4,074 | 5,938 | 7,205 |
| 增长率 (%)          | 39.3  | 175.1 | 45.7  | 21.3  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 223   | 434   | 657   | 870   |
| 增长率 (%)          | 233.8 | 94.5  | 51.3  | 32.4  |
| 每股收益 (元)         | 3.54  | 5.17  | 7.82  | 10.35 |
| PE (现价)          | 57.8  | 39.6  | 26.2  | 19.8  |
| PB               | 17.1  | 6.8   | 5.4   | 4.2   |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

### 推荐

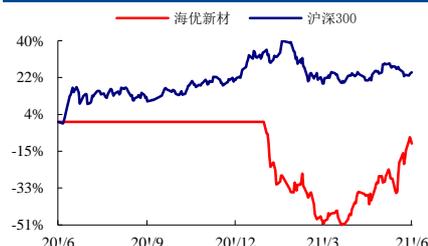
维持评级

当前价格: 204.5 元

### 交易数据 2021-6-25

|                  |              |
|------------------|--------------|
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 218.0/106.58 |
| 总股本 (百万股)        | 84           |
| 流通股本 (百万股)       | 19           |
| 流通股比例 (%)        | 23.01        |
| 总市值 (亿元)         | 172          |
| 流通市值 (亿元)        | 40           |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 分析师: 于潇

执业证号: S0100520080001

电话: 021-60876734

邮箱: yuxiao@mszq.com

### 研究助理: 丁亚

执业证号: S0100120120042

电话: 021-60876734

邮箱: dingya@mszq.com

### 相关研究

1. 海优新材(688680): 业绩高增长, 市占率与盈利能力有望双升

## 目录

|     |                           |    |
|-----|---------------------------|----|
| 1   | 快速成长的新一线光伏胶膜龙头            | 3  |
| 2   | 胶膜：光伏辅材优质“赛道”，格局进一步优化     | 6  |
| 2.1 | 碳中和下光伏有望成为主流能源，行业快速增长     | 6  |
| 2.2 | 胶膜是光伏辅材中较为优质的“赛道”         | 7  |
| 2.3 | 主要成本为原材料                  | 10 |
| 3   | 上市扩产助力市占率提升，公司有望成为胶膜新一线龙头 | 11 |
| 3.1 | 行业格局稳定，集中度有望继续提升          | 11 |
| 3.2 | 受制于资金实力，此前扩产相对较慢          | 11 |
| 3.3 | 全力扩产，未来市占率有望快速提升          | 12 |
| 3.4 | 上下游紧密合作                   | 13 |
| 4   | 公司未来盈利能力有望上一个台阶           | 15 |
| 4.1 | ASP 有望提升                  | 15 |
| 4.2 | 成本有望下降                    | 16 |
| 5   | 产品与创新优势，业务领域拓展延伸          | 18 |
| 5.1 | 产品与创新优势                   | 18 |
| 5.2 | 业务领域延伸                    | 19 |
| 6   | 盈利预测与投资建议                 | 20 |
| 7   | 风险提示                      | 20 |
|     | 插图目录                      | 22 |
|     | 表格目录                      | 22 |

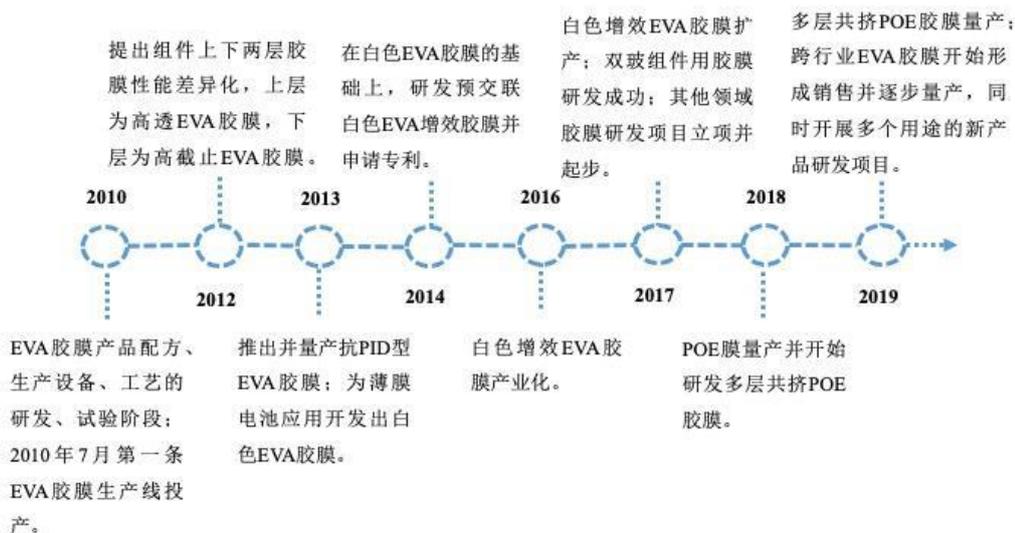
## 1 快速成长的新一线光伏胶膜龙头

公司成立于 2005 年，以薄膜技术为核心，立足于新能源、新材料领域，主要产品包括光伏封装胶膜（含 EVA、白色 EVA、POE 等）和其他高分子胶膜等。

目前光伏胶膜是公司的核心业务，也是未来几年核心增长点。2018-2020 年光伏胶膜收入占比分别为 95.65%、98.57%、98.65%。公司目前在行业中仅次于福斯特，与斯威克同属第二梯队。公司光伏胶膜业务盈利能力较好，2018-2020 年光伏胶膜毛利率分别为 13.56%、14.45%、23.88%，呈逐年增长趋势。

公司进入光伏胶膜时间相对较晚，但成长速度较快，规模、产品与研发行业领先。2009~2010 年间开展光伏组件用 EVA 胶膜产品配方、生产设备、工艺的试验，2010 年首条 EVA 胶膜产线投产。公司技术与研发驱动，产品更新迭代走在行业前列，2013 年推出抗 PID 型 EVA 胶膜，2014 年推出预交联白色 EVA 胶膜，2018 年量产 POE 胶膜并研发多层共挤 POE 胶膜。

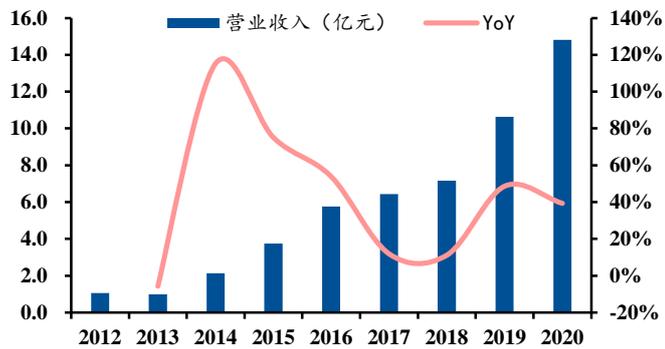
图1: 公司主要产品演变



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

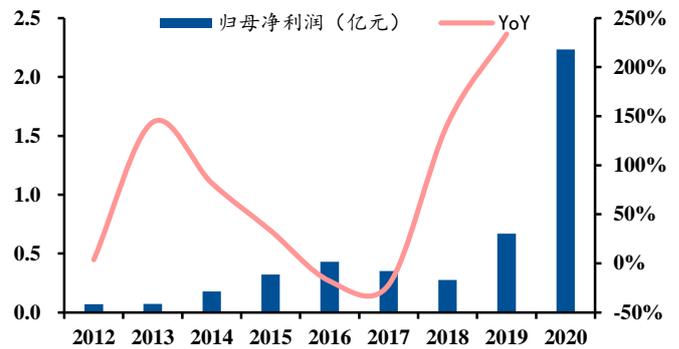
公司近年来营收、利润均实现较快增长。营业收入由 2012 年 1.05 亿元增长至 2020 年 14.81 亿元，复合增速 39.18%，归母净利润由 2012 年 0.07 亿元增长至 2020 年 2.23 亿元，复合增速 53.46%。

图2: 公司营业收入情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

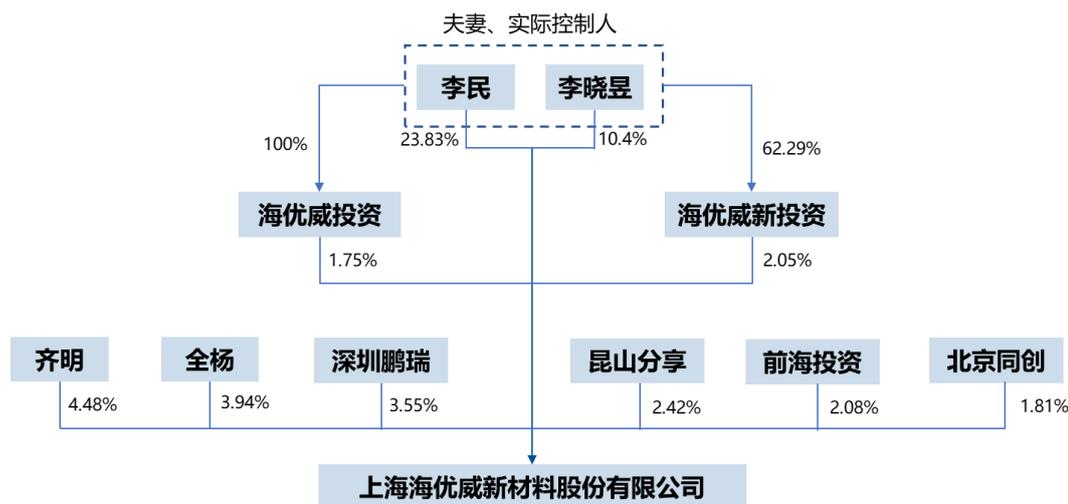
图3: 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

股权结构清晰, 李民、李晓昱夫妇为公司实际控制人。截至 2021 年一季度末, 李民、李晓昱夫妇合计直接持有公司 34.23% 股权, 并通过海优威投资、海优威新投资间接控制公司 3.03% 股份, 直接或间接合计控制公司 37.26% 股份, 为公司控股股东、实际控制人。

图4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司拥有苏州海优威等 9 家全资子公司以及邢台晶龙 1 家参股公司，主要从事胶膜的产销业务。

表1: 公司子公司、合资公司概况

| 类别    | 名称     | 成立时间       | 概况                                       |
|-------|--------|------------|--|
| 全资子公司 | 上海应用材料 | 2005-06-13 | 公司当前生产基地之一，从事 EVA 胶膜、POE 胶膜、其他非光伏胶膜等产品生产 |
| 全资子公司 | 苏州海优威  | 2018-09-07 | 公司当前产销基地之一，从事 EVA 胶膜、POE 胶膜、其他非光伏胶膜等产品生产 |
| 全资子公司 | 常州合威   | 2015-10-28 | 公司当前生产基地之一，从事 EVA 胶膜生产                   |
| 全资子公司 | 保定太阳能  | 2010-11-19 | 目前从事华北区域胶膜销售业务                           |
| 全资子公司 | 保定应用材料 | 2015-05-20 | 目前从事华北区域胶膜销售业务                           |
| 全资子公司 | 镇江海优威  | 2019-01-03 | 公司拟扩生产基地之一，目前尚未投产                        |
| 全资子公司 | 海优威光伏  | 2014-07-21 | 2019 年 7 月前为公司胶膜生产基地                     |
| 全资子公司 | 泰州海优威  | 2020-04-09 | 公司当前生产基地之一，从事 EVA 胶膜生产                   |
| 全资子公司 | 义乌海优威  | 2020-11-24 | 公司拟扩生产基地之一，目前尚未投产                        |
| 参股公司  | 邢台晶龙   | 2016-03-07 | 与晶澳合资企业，公司持股 35.01%，向晶澳提供透明 EVA 胶膜       |

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## 2 胶膜：光伏辅材优质“赛道”，格局进一步优化

### 2.1 碳中和下光伏有望成为主流能源，行业快速增长

碳中和逐渐成为全球共识。全球大部分国家均确立碳中和目标，苏里南和不丹已经实现了碳中和，瑞典、英国、法国等6个国家已立法实现碳中和，欧盟、加拿大、韩国等6个国家地区处于立法状态，中国、日本等19个国家发布了政策宣誓。

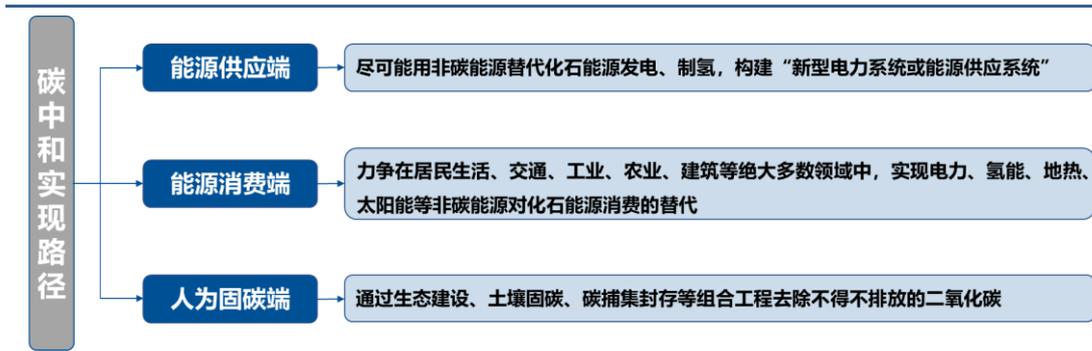
表2: 全球大部分国家均将碳中和作为目标

| 状态                                | 国家/地区  | 目标年份 |
|-----------------------------------|--|------|
| 已实现 (Achieved)                    | 苏里南、不丹   | -    |
| 已立法 (In Law)                      | 瑞典   | 2045 |
|                                   | 英国、法国、丹麦、新西兰、匈牙利   | 2050 |
| 处于立法状态 (Proposed Legislation)     | 欧盟、加拿大、韩国、西班牙、智利、斐济  | 2050 |
|                                   | 芬兰   | 2035 |
|                                   | 奥地利、冰岛   | 2040 |
| 政策宣誓 (In policy Document)         | 德国   | 2045 |
|                                   | 美国、日本、南非、巴西、瑞士、挪威、爱尔兰、葡萄牙、巴拿马、哥斯达黎加、斯洛文尼亚、梵蒂冈城、马绍尔群岛   | 2050 |
|                                   | 中国、哈萨克斯坦   | 2060 |
|                                   | 乌拉圭  | 2030 |
| 目标尚在讨论中 (Target Under Discussion) | 意大利、墨西哥、荷兰、比利时、阿根廷、哥伦比亚、巴基斯坦、孟加拉国、捷克、罗马尼亚、秘鲁、希腊、厄瓜多尔、斯洛文尼亚、安哥拉、多米尼加共和国、埃塞俄比亚、缅甸、卢森堡、克罗地亚、保加利亚、坦桑尼亚、黎巴嫩、立陶宛、刚果民主共和国、苏丹、拉脱维亚、爱沙尼亚、尼泊尔、乌干达、也门、赞比亚、塞浦路斯、柬埔寨、塞内加尔、特立尼达和多巴哥、巴布亚新几内亚、阿富汗、老挝、马里、牙买加、莫桑比克、马耳他、纳米比亚、毛里求斯、布基纳法索、马达加斯加、尼加拉瓜、亚美尼亚、巴哈马、南苏丹、乍得、几内亚、贝宁、海地、卢旺达、尼日尔、摩纳哥、马拉维、多哥、马尔代夫、毛里塔尼亚、巴巴多斯、索马里、塞拉利昂、圭亚那、利比里亚、布隆迪、吉布提、莱索托、东帝汶、厄立特里亚、中非共和国、佛得角、伯利兹、圣卢西亚、安提瓜和巴布达、塞舌尔、冈比亚、几内亚比绍、所罗门群岛、科摩罗、格林纳达、圣基茨和尼维斯、瓦努阿图、萨摩亚、圣文森特和格林纳丁斯、库克群岛、汤加、密克罗尼西亚、圣多美和普林西比、帕劳、基里巴斯、瑙鲁、图瓦卢、纽埃 | 2050 |

资料来源: Energy & Climate Intelligence Unit, 民生证券研究院

加速非化石能源发展是实现碳中和的重要途径。从碳中和实现路径看，主要从能源供应、能源消费和人为固碳三个方面入手。从能源供应端和能源消费端入手是核心也是社会成本更低的方式。能源供应上，主要为尽可能用非化石能源替代化石能源，构建“新型电力系统或能源供应系统”，而这其中新能源将起到主体作用。

图5: 碳中和实现路径

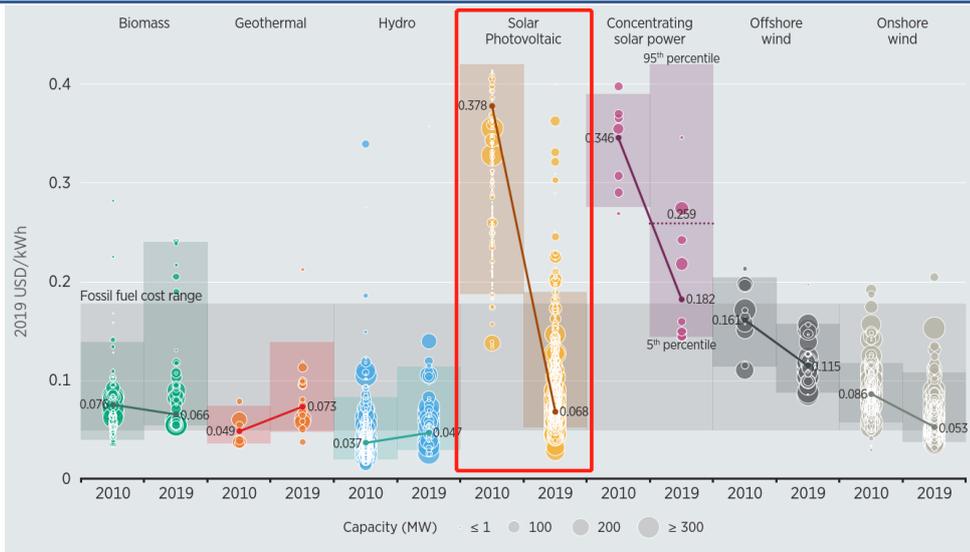


资料来源: 中科院学部, 民生证券研究院

作为最具竞争力的可再生能源，光伏有望成为主力能源。

根据国际可再生能源机构 (IRENA) 数据显示，光伏是过去十年成本下降最快的可再生能源。2010-2019 年光伏加权平均度电成本 (LCOE) 由 0.378 美元 kWh 下降至 0.068 美元/kWh，降幅高达 82.01%，远超光热 (-47.40%)、陆上风电 (-38.37%)、海上风电 (-28.57%) 等其他可再生能源。

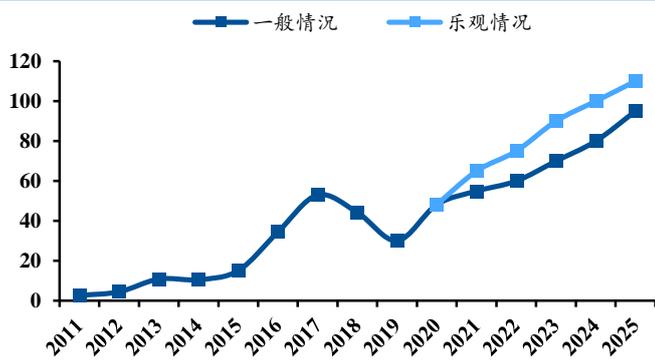
图6: 光伏是过去十年成本下降最快的可再生能源



资料来源: IRENA, 民生证券研究院

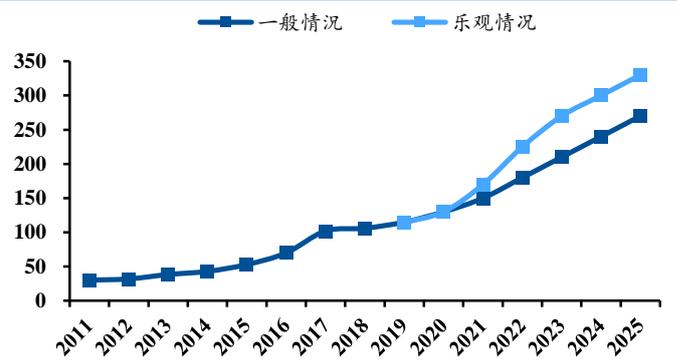
“十四五”期间国内外光伏新增装机有望大幅增长。随着光伏竞争的增强，需求有望持续增长。根据 CPIA 数据，2020 年全球新增光伏装机达到 130GW 左右，而到 2025 年新增装机将达到 270GW 到 330GW 之间。

图7: 中国光伏新增装机预测 (单位: GW)



资料来源: CPIA, 民生证券研究院

图8: 全球光伏新增装机预测 (单位: GW)



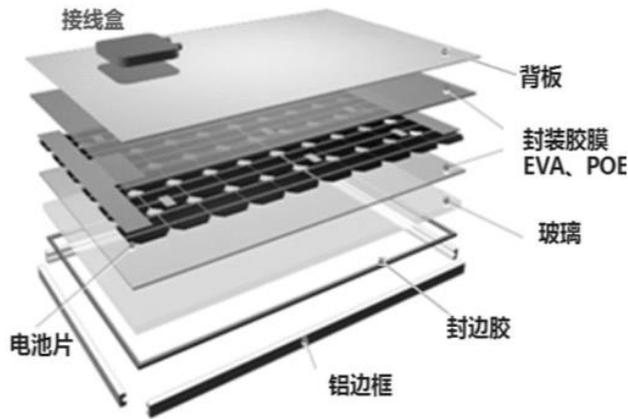
资料来源: CPIA, 民生证券研究院

## 2.2 胶膜是光伏辅材中较为优质的“赛道”

胶膜是光伏组件的关键辅材。胶膜处于太阳能电池组件的中间位置，包裹住电池片并与玻璃及背板相互粘结，对脆弱的太阳能电池片起保护作用，使光伏组件在运作过程中不受外部环境影响，延长光伏组件的使用寿命，同时使阳光最大限度的透过胶膜达到电池片，提升

光伏组件的发电效率。光伏封装胶膜需要保证太阳能组件有二十五年使用寿命，是光伏组件的关键辅材。

图9: 胶膜是光伏组件的关键辅材



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

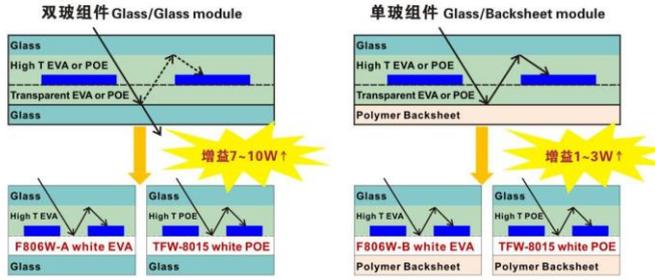
**技术：胶膜技术路线稳定，无产品替代风险。**光伏一直以来技术进步和成本下降速度较快著称，技术变革的主要发生在主产业链环节（多晶硅、硅片、电池片、组件），近年来发生过多次较大的技术变革，如多晶硅环节冷氢化替代热氢化、硅片环节单晶替代多晶、电池片环节 PERC 电池崛起，未来新的技术变革如异质结电池仍在酝酿中。每一次技术变革都会极大推动行业进步，但也会对现有格局产生剧烈的冲击。相比主产业链，胶膜作为光伏组件的辅材，技术路线较为稳定，无论电池组件技术如何变化，对于胶膜的需求一直保持稳定，可预见的未来也看不到替代品的出现。

**产品结构升级：白色 EVA 与 POE 渗透率提升。**

**传统透明 EVA 胶膜为目前市场上的主流产品。**目前，市场上封装材料主要有透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、聚烯烃（POE）胶膜、多层共挤 POE 胶膜与其他封装胶膜等。目前市场主要份额仍被传统透明 EVA 胶膜所占据，2019 年市占率约为 69.6%。传统 EVA 胶膜拥有超过 20 年的应用历史，其特点包括高抗 PID、高透光率、抗紫外湿热黄变性、抗蜗牛纹、与玻璃和背板的粘结性好等。

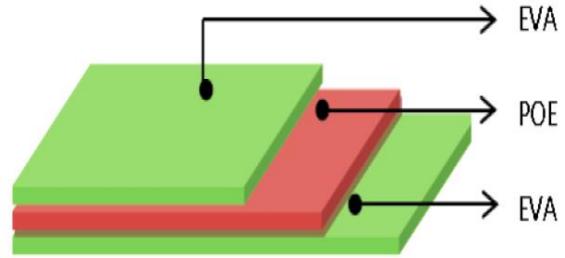
**产品升级换代，白色 EVA、POE 等产品将迅速占据市场份额。**目前，白色 EVA 胶膜、POE 胶膜、多层共挤 POE（EPE）胶膜等正在逐步蚕食传统胶膜的市场份额。相较于传统透明 EVA 胶膜只能起到基础的透光、粘接、耐黄变等封装作用，白色 EVA 具有高反射率的特点，从而可以进一步提升组件的发电效率，但是其层压过程中存在白色填料上溢、收缩、碎片等问题。而 POE 胶膜则由 POE 树脂制成，相对于 EVA 胶膜有更好的抗 PID 性能，但也存在成本较高、生产效率较低、性能不稳定等问题。而多层共挤 POE（EPE）胶膜由两层 EVA 与一层 POE 构成，从而同时具备 POE 与 EVA 材料的优势，同时受 POE 原材料短缺的影响较小。EPE 是 POE 胶膜未来发展的主要趋势之一。

图10: 白色 EVA 可有效提升组件功率



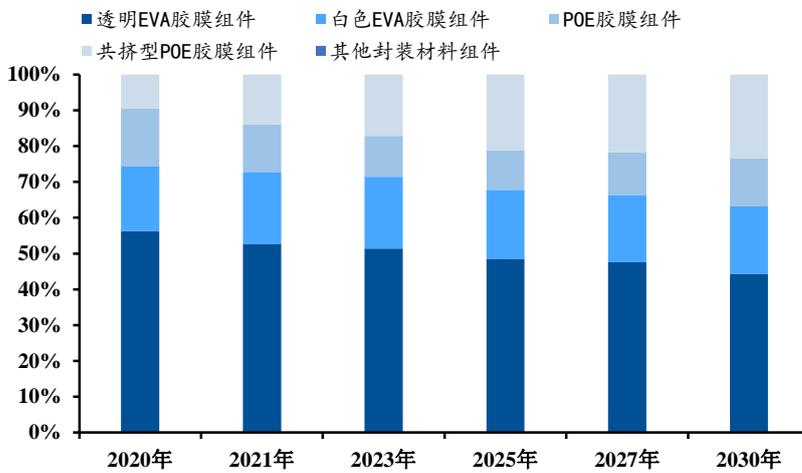
资料来源: 福斯特, 民生证券研究院

图11: 多层共挤 POE 结构



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

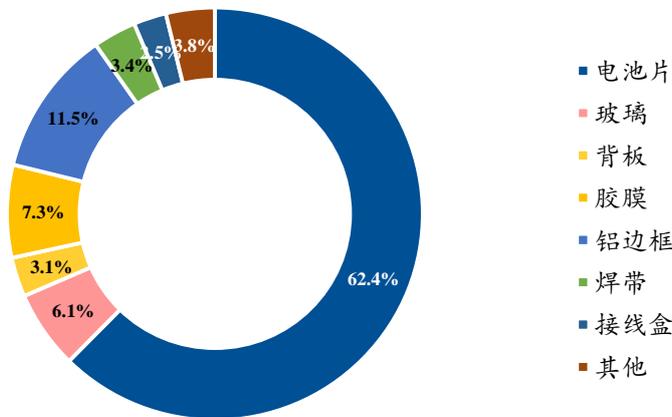
图12: 白色 EVA 与 POE (含共挤型 POE) 渗透率逐渐提升



资料来源: CPIA, 民生证券研究院

胶膜在组件成本占比不高, 议价压力相对较小。目前, 胶膜成本占组件成本 7%左右, 成本占比相对较低, 但对组件质量至关重要, 因此, 组件企业对于胶膜压价的动力不强, 更倾向于选择大厂产品, 以保证产品质量的稳定性。

图13: 光伏组件成本结构

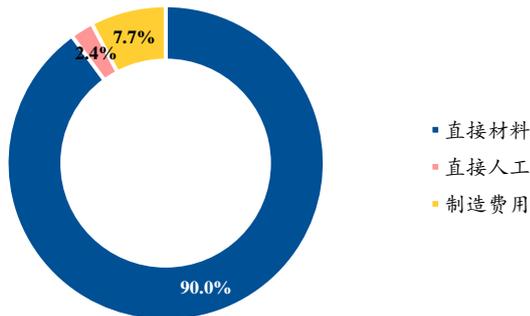


资料来源: SOLARROOM, 民生证券研究院

## 2.3 主要成本为原材料

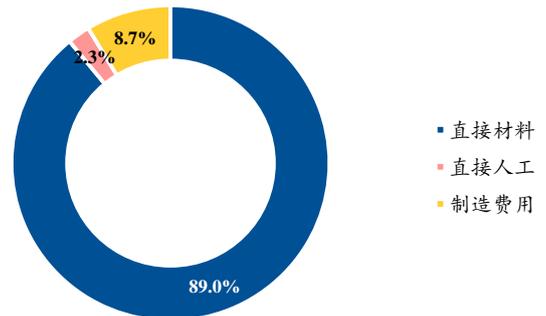
光伏胶膜主要成本为原材料。EVA 胶膜和 POE 胶膜是分别以 EVA（乙烯-醋酸乙烯酯共聚物）树脂、POE（聚烯烃弹性体）树脂为主要原料，通过添加合适的交联剂、抗老化助剂等，经熔融挤出，利用流涎法制成的薄膜。光伏胶膜的主要生产成本为原材料（占比 90% 左右），余下成本为直接人工（2%-3%）和制造费用（7-8%）。

图14: 福斯特光伏胶膜成本结构（2020 年）



资料来源：福斯特年报，民生证券研究院

图15: 海优新材光伏胶膜成本结构（2020 年）



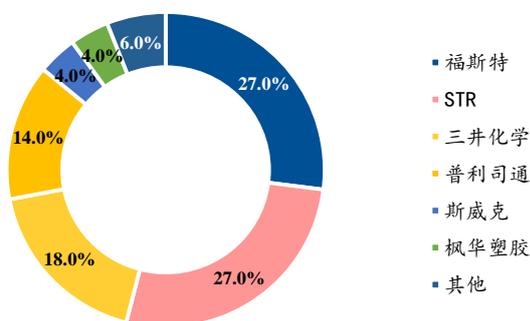
资料来源：公司年报，民生证券研究院

### 3 上市扩产助力市占率提升，公司有望成为胶膜新一线龙头

#### 3.1 行业格局稳定，集中度有望继续提升

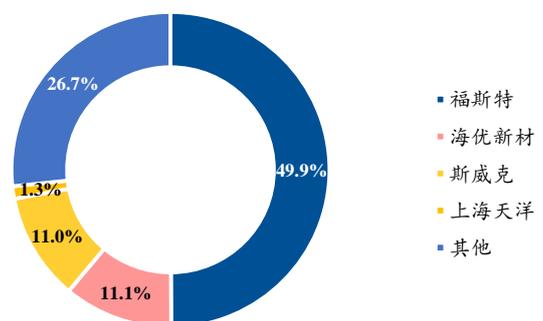
光伏胶膜已基本完成国产替代。先前光伏胶膜的市场份额主要由海外公司所占据，2013年胜邦、普利司通、三井化学、韩国 SKC 等海外品牌市场占有率达到 60%。而随着一批国产光伏胶膜公司通过自主研发等方式取得了技术突破，使得胶膜性价比变高，同时较好解决了光伏胶膜的抗老化、透光率等问题，国产光伏胶膜迅速占领了市场份额。目前福斯特、海优新材以及斯威克三家国内公司已经占据了超过 70% 的市场份额，国产替代已基本完成。

图16: 2013 年全球光伏胶膜行业产业格局



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图17: 2019 年全球光伏胶膜行业产业格局



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

当前光伏胶膜市场呈“一超两强”格局。福斯特为绝对龙头，市场占有率 50%，其次为海优新材和斯威克（东方日升子公司），市占率均为 11% 左右。

福斯特市占率基本过半，下游供应安全考量使得其市占率提升较为困难。福斯特市占率基本过半，在此格局之下，下游组件厂商出于供应安全考虑，会对提升福斯特的采购份额较为谨慎，同时在同等条件下可能优先加大二供的采购量，使得后来者有提升市占率的空间。

#### 3.2 受制于资金实力，此前扩产相对较慢

光伏胶膜投资额相对较低。1 亿平方米产能投资额约在 2-3 亿元，折合单 GW 投资额 2000-3000 万元，在光伏行业中属于相对轻资产的投资。

表3: 胶膜单位投资额约为 2-3 亿元/亿平方米

| 公司   | 项目名称                                | 总投资(亿元) | 单位投资额(亿元/亿平方米) |
|------|-------------------------------------|---------|----------------|
| 福斯特  | 年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目            | 5.54    | 2.21           |
|      | 年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目 (一期)           | 4.21    | 2.11           |
|      | 滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目                   | 16.03   | 3.21           |
|      | 年产 2.5 亿平方米光伏胶膜项目、年产 1.1 亿平方米光伏背板项目 | 10.20   | 2.83           |
| 海优新材 | 年产 1.7 亿平米高分子特种膜技术改造项目              | 3.45    | 2.03           |

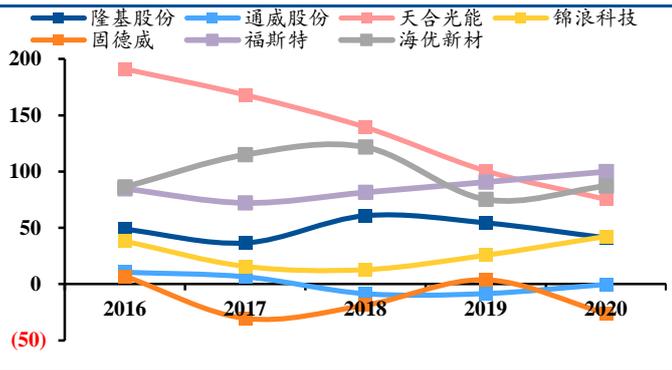
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

重资金运营行业，对资金量要求较高。因此，对于胶膜企业来说，扩产瓶颈不在于固定资产投资，而在于规模扩大后带来的营运资金需求。主要原因在于胶膜下游客户为组件企业，普遍现金流情况较差，回款周期偏长，而上期供应商为大宗商品企业，付款条件较为严格，

一般要求现金结算，不接受商业承兑汇票。对于胶膜企业来说，向上无法占用供应商资金，向下需要为客户垫付资金。从净营业周期（应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数）来看，2020年福斯特、海优新材净营业周期分别为100、87天，胶膜环节净营业周期明显高于其他环节。

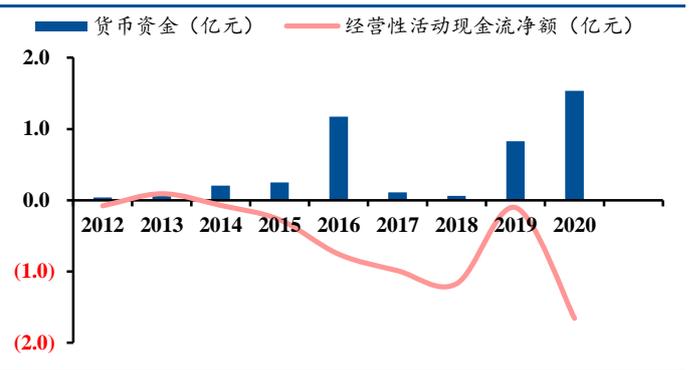
上市以前，公司体量较小，在手现金与经营性现金流较差，无力支撑较大规模的扩产。

图18: 胶膜环节净营业周期较长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 公司上市前货币资金与现金流情况较差



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3.3 全力扩产，未来市占率有望快速提升

成功上市后，公司融资能力大幅增强，通过 IPO 募集资金及上市公司身份带来的授信额度的提升，公司具备扩产的基础，未来市占率有望快速提升。

**募投 1.7 亿平米胶膜产能。**公司拟将 6 亿元募投资金投入“年产 1.7 亿平米高分子特种膜技术改造项目”以及补充流动资金及偿还银行贷款。其中公司将向改造项目投入 3.45 亿元，以形成白色增效 EVA 胶膜、多层共挤 POE 胶膜两种更为先进的光伏胶膜的产能。同时，通过该项目也包括用于夹层玻璃的 PVE 玻璃胶膜的产能，公司期望借此丰富产品结构，培育新的利润增长点。项目预计的建设期为 2 年，随着该项目的建成，公司的竞争力将进一步强化。

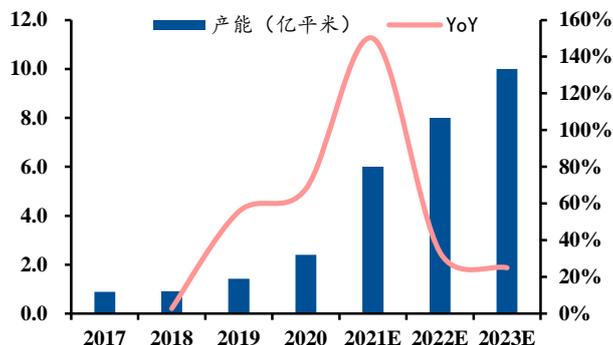
表4: 公司 IPO 募投 6 亿元主要用于扩产 1.7 亿平米产能

| 项目名称                   | 投资总额 (万元) | 募集资金投资金额 (万元) |
|------------------------|-----------|---------------|
| 年产 1.7 亿平米高分子特种膜技术改造项目 | 34,500    | 34,500        |
| 补充流动资金及偿还银行贷款          | 25,500    | 25,500        |
| 合计                     | 60,000    | 60,000        |

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

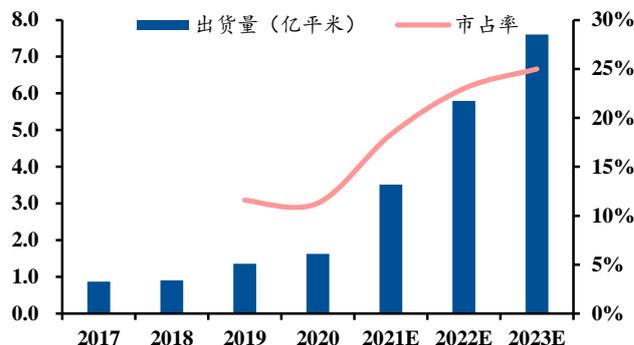
**全力扩产，未来市占率有望快速提升。**除募投项目外，公司还在泰州、常州、上饶基地扩充产能。预计到 2021 年度月产能达到 5000 万平米，折合年产能 6 亿平米。随着产能的不断投放及资金实力增强，公司未来胶膜出货量及市占率有望快速提升。公司 2020 年市占率 11% 左右，预计到 2023 年有望提升至 25%-30%，从产能与出货量上与竞争对手拉开差距，成为仅次于福斯特的胶膜新一线龙头。

图20: 公司扩产速度加快



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院预测

图21: 预计公司出货量及市占率快速增长



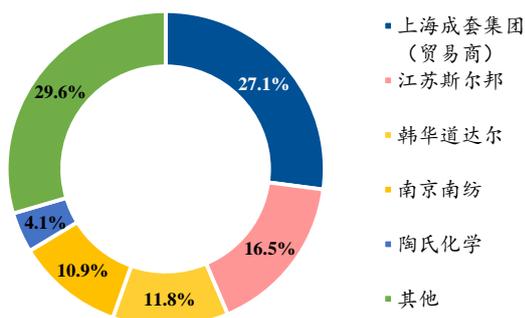
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院预测

### 3.4 上下游紧密合作

公司原材料供应商相对稳定, 长期合作保证 EVA 树脂供应。公司在近年前 5 名供应商相对稳定, 公司 EVA 树脂终端供应商主要为韩华道达尔、江苏斯尔邦、联泓新材料、LG 化学、台塑工业等。公司 2020 年 5 月 13 日与江苏斯尔邦签署了价值 0.16 亿元的 EVA 树脂供应合同, 相对稳定的合作关系将确保公司原材料的供应。

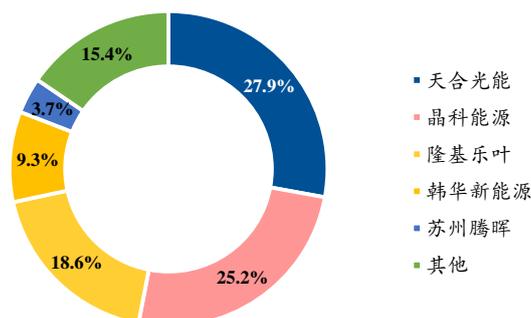
客户多为下游龙头企业, 前五大客户占比逐年增加。公司的客户主要为下游光伏组件行业的龙头企业, 包括晶科能源、天合光能、韩华新能源、隆基股份等。其中天合光能为公司最重要的客户, 在 2019 年度、2020H1 分别为贡献了 35.33% 和 27.87% 的销售额。同时随着下游行业龙头效应的日趋明显, 前五大客户在公司销售额的占比也由 2017 年的 49.94% 上升至 2020H1 的 84.56%。优质的客户源在一定程度上反映了公司的产品受到的充分认可。

图22: 公司 2020 年 H1 原材料主要供应商情况



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

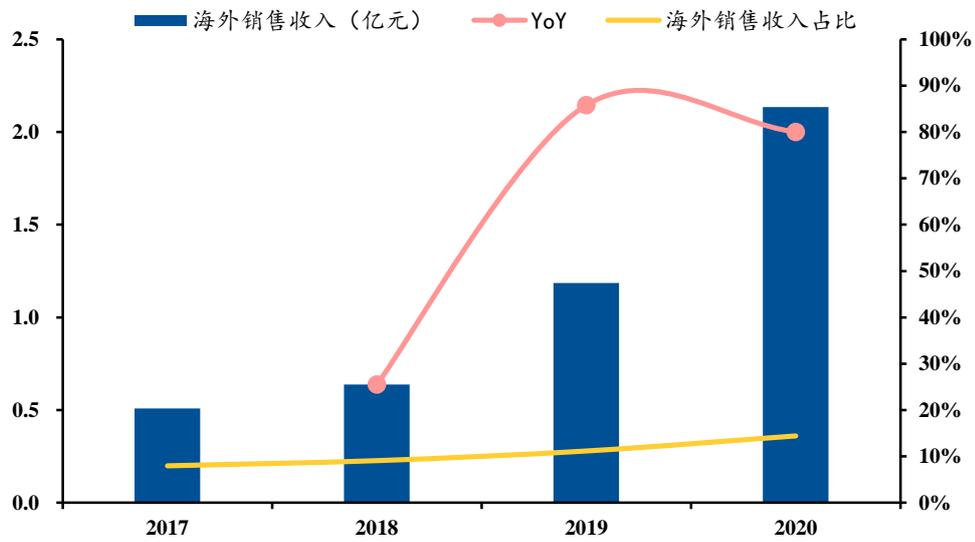
图23: 2020H1 公司客户占比情况



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

跟随客户出海, 公司海外市场发展较快。随着晶科能源、韩华新能源等客户发展, 公司的海外销售也在不断增长。公司海外销售收入持续增长, 收入占比由 2017 年 7.98% 增长至 2020 年 14.43%。海外收入将成为公司业绩成长的又一大有力支撑点。

图24: 公司海外销售收入与占比持续增长

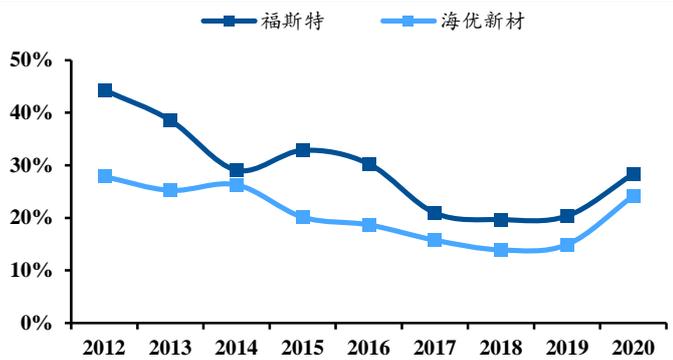


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4 公司未来盈利能力有望上一个台阶

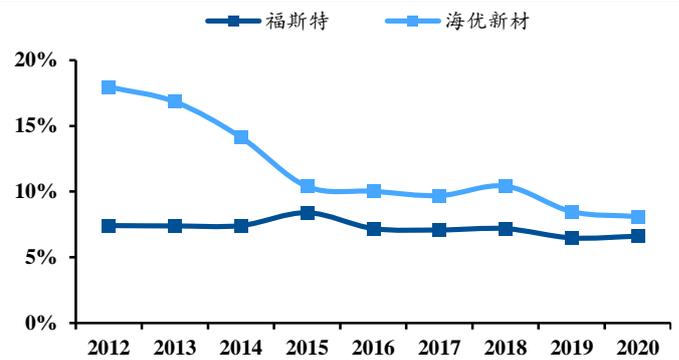
公司目前毛利率和费用率与福斯特一定差距，主要原因为上市前缺乏资金带来的销售折让多、采购成本高、财务费用高等，随着上市补足融资短板，同时快速扩产摊薄成本和费用，公司未来盈利能力有望上一个台阶。

图25: 公司毛利率与福斯特比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图26: 公司期间费用率与福斯特比较



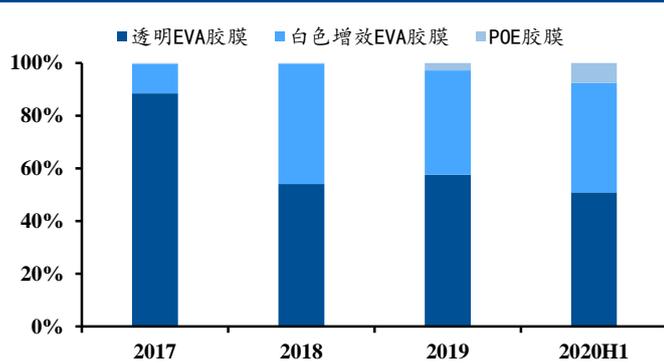
资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 4.1 ASP 有望提升

不考虑原材料波动影响，未来 ASP 提升首先来自于产品结构优化。

公司主打产品为白色增效 EVA 胶膜与多层共挤 POE (EPE) 胶膜，其 ASP 和毛利率均高于普通的透明 EVA 胶膜。随着光伏对于组件效率的追求以及双面组件渗透率的提升，预计公司未来销售结构中，白色 EVA 与 EPE 胶膜占比预计仍将进一步提升。

图27: 公司白色 EVA 与 POE 胶膜销售占比提升

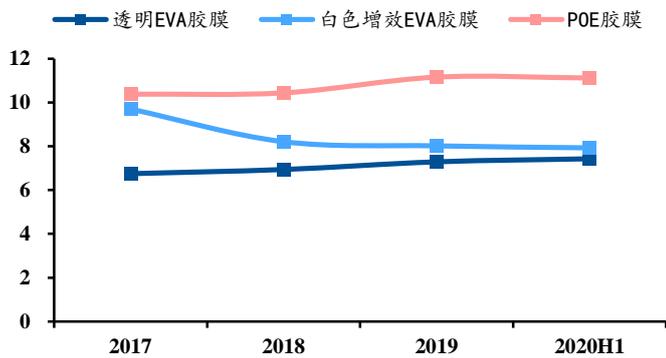


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

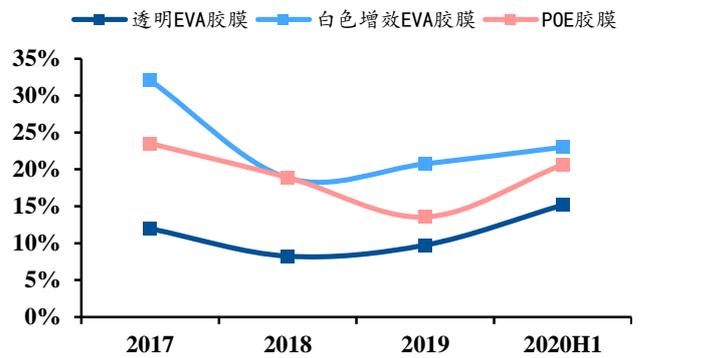
图28: 预计双面组件渗透率进一步提升



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

**图29: 白色 EVA 与 POE 胶膜 ASP 更高 (单位: 元/W)**


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

**图30: 白色 EVA 与 POE 胶膜毛利率更高**


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

**ASP 提升其次来自于销售折让减少。**为缓解资金压力, 公司部分产品选择通过中间商向客户销售, 以获取更好的结算方式, 但相应的在价格上需要作一定折让。以向天合销售为例, 选择通过中间商销售, 需要在市场价上折让 2% 左右。

**销售折让约影响 0.4 pct 毛利率。**公司 2019、2020H1 通过中间商销售的比例 (金额) 分别为 12.78%、28.45%, 假设 20% 比例通过中间商销售、价格折让为 2%, 则通过中间商模式销售带来的价格折让对公司毛利率的影响约为 0.4 个百分点。

随着公司资本实力增强, 未来通过中间商销售的比例将大幅减少乃至消失。

**表5: 通过中间商销售需要做一定的价格折让**

| 项目   | 向天合光能直销                | 通过中间商上海成套集团向天合光能销售  | 向苏州腾晖直销                | 通过中间商福马机械向苏州腾晖销售               |
|------|------------------------|---|------------------------|--------------------------------|
| 产品定价 | 依据市场情况洽谈价格             | 在与天合光能洽谈价格上折扣约 2%   | 依据市场情况洽谈价格             | 在与苏州腾晖洽谈价格基础上每平方米折让 0.1 元 (含税) |
| 结算方式 | 天合光能以其 6 个月商业承兑汇票与公司结算 | 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 | 苏州腾晖以其 6 个月银行承兑汇票与公司结算 | 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, 民生证券研究院

## 4.2 成本有望下降

**成本下降首先来自于原材料代采成本的减少。**

**原材料供应商付款条件严格, 通过代采可获得更长账期。**原材料 (EVA 或 POE 粒子) 占光伏胶膜成本的 90%, 而原材料供应商付款条件较为严格, 一般要求现金结算, 不接受商业承兑汇票。此前由于资金限制, 公司部分原材料通过中间商向原材料供应商采购, 通过更高的采购成本以换取更长的账期。

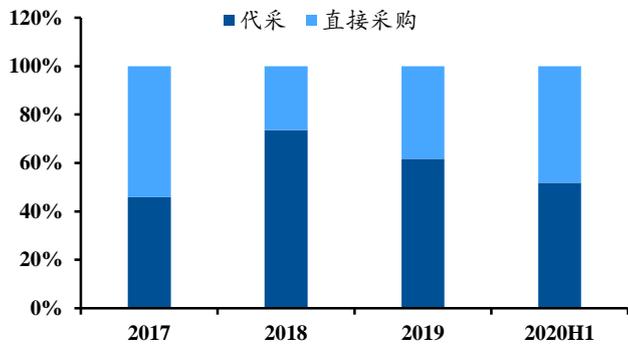
公司主要通过上海成套集团、上实国际贸易、南京南纺等中间商向终端供应商进行采购。2017-2020H1, 公司向五大供应商采购中, 代采的比例分别为 45.89%、73.61%、61.74%、51.87%, 代采比例较高。通过中间商采购价格显著高于直接采购, 以对目前第一大供应商江苏斯尔邦的采购为例, 2018-2020H1 代采价格高出直接采购价格 2.89%、3.81%、14.50%。不考虑采购时点的采购单价的影响, 正常代采价格要高出直接采购价格 2%-4% 左右。

**代采成本约影响 1.35 pct 毛利率。**假设 50% 原材料通过中间商采购、代采成本高 3%,

原材料通过代采对整体毛利率的影响约为 1.35 个百分点。

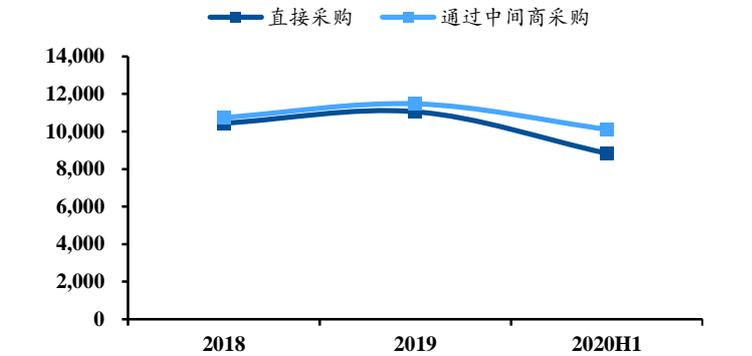
随着公司资本实力增强，未来通过中间商采购的比例将大幅减少乃至消失。

图31: 公司向前五大供应商采购中代采比例较高



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图32: 代采价格高于直采 (江苏斯尔邦, 单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

成本下降其次来自于规模化带来采购成本下降。

公司 2020 年胶膜出货量 1.63 亿平米, 仅为福斯特出货量的 19% 左右, 如此巨大规模差距使得实际采购过程中价格会有一定的差距。随着公司产能和出货量的快速提升, 未来在原材料采购上将拥有更强的话语权, 从而可以一定程度上降低采购成本。

## 5 产品与创新优势，业务领域拓展延伸

### 5.1 产品与创新优势

核心技术团队专业出身，具备丰富行业经验。公司核心技术团队均专业出身，毕业于上海交通大学、北京工商大学高分子材料、精细化工等相关专业，具备多年丰富的行业经验。

表6: 公司核心技术团队

| 成员 | 公司职务                                   | 学历与技术背景                                     | 从业经验  | 工作年限                          |
|----|--|---|---|-------------------------------|
| 李氏 | 副董事长、总经理、研发创新总监；公司研发负责人；现为公司12项发明专利发明人 | 上海交通大学学士、硕士，应用化学系高分子材料专业；北京大学高级工商管理硕士，高级工程师 | 曾供职于韩国 LG 化学公司；上海光伏协会认定的高级工程师、上海市浦东新区新能源协会太阳能专业委员会委员、第三届全国半导体设备和材料标准化技术委员会 (SAC/TC203) 委员、上海领军人才 (2016 年度)、张江优秀人才 (2017 年度)、上海市高新技术成果转化先锋人物 | 公司创始人，历任公司总经理、副董事长等职务         |
| 齐明 | 销售总监、董事；主管销售工作并深度参与研发                  | 上海交通大学学士，应用化学系高分子材料专业                       | 曾供职于东北制药集团公司、3M 中国有限公司；多年从事化学与材料行业工作，具有丰富的跨行业实践经验   | 2011 年 3 月至今，历任公司生产总监、销售总监、董事 |
| 全杨 | 市场总监、监事；主管市场开发工作并深度参与研发                | 北京工商大学学士，精细化工专业                             | 曾供职于北京第二制药厂、3M 中国有限公司；中国光伏行业协会标准化技术委员会委员、全国半导体设备和材料标准化技术委员会委员   | 2010 年 12 月至今，历任公司董事、市场总监等职务  |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

拥有多项核心技术，确保在新产品的竞争中处于领先地位。公司的核心技术包括“能够提升光伏组件效率的白色增效胶膜技术”、“多层共挤 POE 胶膜技术”，分别为公司在白色增效 EVA 胶膜以及 EPE 胶膜这两种新型胶膜的市场竞争中提供了有力的帮助。同时，公司也围绕着这两类新型胶膜研发了多项专利。随着这些新型胶膜市占率的逐步提升，公司也将凭借自身的技术优势获得更多的市场份额。

表7: 公司核心技术介绍

| 技术                  | 简介   |
|---------------------|--|
| 能够提升光伏组件效率的白色增效胶膜技术 | 公司开发的电子束预交联技术，突破性地解决了白色 EVA 胶膜在层压过程中存在白色填料上溢、收缩、碎片等问题，并通过规模化生产使其成为光伏行业的标准化材料。                          |
| 多层共挤 POE 胶膜技术       | 该技术使得胶膜既具备 POE 材料的高阻水性、高抗 PID 性能，也具备 EVA 材料的双玻组件高成品率的层压工艺特性。在性能和加工效率上都得到了显著提升，有效解决了 POE 胶膜助剂析出严重的技术痛点。 |

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表8: 公司目前拥有的部分新型胶膜相关专利

| 编号 | 专利名称                  | 有效期                   |
|----|-----------------------|-----------------------|
| 1  | 多层共挤表面层预交联胶膜          | 2013.01.08-2033.01.07 |
| 2  | 交联型的 POE 太阳能光伏组件用封装胶膜 | 2013.05.21-2033.05.20 |
| 3  | 紫外光转化太阳能电池封装胶膜及其制备方法  | 2016.07.26-2036.07.25 |
| 4  | 多层共挤表面层预交联热熔胶膜        | 2013.01.08-2023.01.07 |
| 5  | 表面设有反光涂层的光伏组件用胶膜      | 2017.06.20-2027.06.19 |
| 6  | 高反射率 EVA 封装胶膜         | 2014.06.20-2024.06.19 |
| 7  | EVA 胶膜边料收卷装置          | 2016.07.26-2026.07.25 |
| 8  | 高反射率 POE 封装胶膜         | 2016.07.26-2026.07.25 |

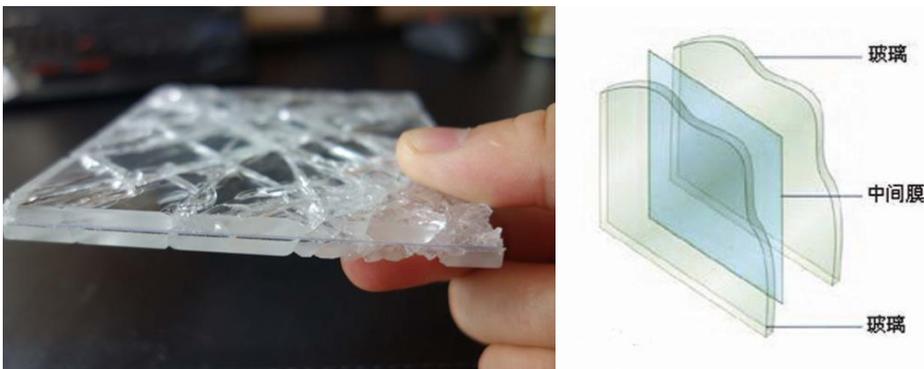
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

## 5.2 业务领域延伸

凭借现有技术向新型膜材料领域进行横向开拓，寻找第二增长曲线。

**建筑、汽车玻璃领域，主要布局复合玻璃胶膜。**复合玻璃在两层玻璃间加入夹层材料，以达到抗冲击、隔音等目的。目前通用的夹层材料为 PVB 或 SPG 夹胶，但这两种材料为热塑型材料，高低温性能差且易受水汽侵蚀。而常规 EVA 胶膜则存在强度低、雾度高等缺陷。公司研发团队在传统优势产品 EVA 胶膜的技术原理上，积极改良创新，成功研发了 PVE 玻璃胶膜。目前已实现小批量出口，并已与耀皮玻璃、福耀玻璃等行业龙头达成合作关系。

图33: 玻璃胶膜示意图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**电子材料领域，主要布局电子触摸屏 EVA 光学胶。**现有 OCA 光学胶在大尺寸触摸屏的应用存在成品率低、生产工艺复杂的弊端，而 EVA 光学胶在大尺寸场景应用中以质量稳定、易重工、贴合高成品率等优势见长。公司顺应行业发展趋势，正在对全贴合技术光学胶市场积极布局。

## 6 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 40.74、59.38、72.05 亿元,同比增长 175.1%、45.7%、21.3%,归母净利润分别为 4.34、6.57、8.7 亿元,同比增长 94.5%、51.3%、32.4%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 39.6、26.2、19.8 倍。参考 CS 光伏产业当前 47 倍 PE (TTM),行业空间广阔、公司成长较快,维持“推荐”评级。

## 7 风险提示

光伏需求不及预期,竞争激烈导致产品价格过快下跌,原材料大幅涨价。

表9: 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)          | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入              | 1,481 | 4,074 | 5,938 | 7,205 |
| 营业成本               | 1,123 | 3,315 | 4,803 | 5,752 |
| 营业税金及附加            | 2     | 6     | 9     | 10    |
| 销售费用               | 12    | 49    | 71    | 86    |
| 管理费用               | 30    | 61    | 89    | 108   |
| 研发费用               | 65    | 163   | 243   | 297   |
| EBIT               | 249   | 479   | 723   | 951   |
| 财务费用               | 13    | 10    | 9     | 5     |
| 资产减值损失             | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益               | 13    | 12    | 15    | 19    |
| 营业利润               | 254   | 481   | 729   | 966   |
| 营业外收支              | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额               | 254   | 482   | 729   | 966   |
| 所得税                | 31    | 48    | 73    | 97    |
| 净利润                | 223   | 434   | 657   | 869   |
| 归属于母公司净利润          | 223   | 434   | 657   | 870   |
| EBITDA             | 271   | 504   | 752   | 985   |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |       |       |
| 货币资金               | 154   | 815   | 2424  | 3586  |
| 应收账款及票据            | 761   | 1833  | 1781  | 1801  |
| 预付款项               | 41    | 133   | 204   | 234   |
| 存货                 | 168   | 442   | 230   | 642   |
| 其他流动资产             | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 流动资产合计             | 1195  | 3336  | 4763  | 6409  |
| 长期股权投资             | 26    | 38    | 53    | 72    |
| 固定资产               | 185   | 227   | 270   | 310   |
| 无形资产               | 35    | 40    | 45    | 51    |
| 非流动资产合计            | 333   | 354   | 386   | 418   |
| 资产合计               | 1528  | 3690  | 5149  | 6827  |
| 短期借款               | 374   | 374   | 874   | 1374  |
| 应付账款及票据            | 249   | 597   | 865   | 1150  |
| 其他流动负债             | 71    | 71    | 71    | 71    |
| 流动负债合计             | 740   | 1120  | 1921  | 2730  |
| 长期借款               | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 其他长期负债             | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 非流动负债合计            | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 负债合计               | 775   | 1155  | 1957  | 2766  |
| 股本                 | 63    | 84    | 84    | 84    |
| 少数股东权益             | 0     | (0)   | (1)   | (1)   |
| 股东权益合计             | 753   | 2535  | 3192  | 4061  |
| 负债和股东权益合计          | 1528  | 3690  | 5149  | 6827  |

| 主要财务指标          | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 39.3  | 175.1 | 45.7  | 21.3  |
| EBIT 增长率        | 213.8 | 92.3  | 50.9  | 31.6  |
| 净利润增长率          | 233.8 | 94.5  | 51.3  | 32.4  |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 24.2  | 18.6  | 19.1  | 20.2  |
| 净利润率            | 15.1  | 10.7  | 11.1  | 12.1  |
| 总资产收益率 ROA      | 14.6  | 11.8  | 12.8  | 12.7  |
| 净资产收益率 ROE      | 29.7  | 17.1  | 20.6  | 21.4  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.6   | 3.0   | 2.5   | 2.3   |
| 速动比率            | 1.4   | 2.6   | 2.4   | 2.1   |
| 现金比率            | 0.2   | 0.7   | 1.3   | 1.3   |
| 资产负债率           | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 97.2  | 97.2  | 97.2  | 97.2  |
| 存货周转天数          | 41.2  | 33.0  | 25.0  | 27.0  |
| 总资产周转率          | 1.2   | 1.6   | 1.3   | 1.2   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 3.5   | 5.2   | 7.8   | 10.4  |
| 每股净资产           | 11.9  | 30.2  | 38.0  | 48.3  |
| 每股经营现金流         | (2.7) | (7.6) | 14.0  | 8.9   |
| 每股股利            | 0.5   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 57.8  | 39.6  | 26.2  | 19.8  |
| PB              | 17.1  | 6.8   | 5.4   | 4.2   |
| EV/EBITDA       | 51.9  | 25.1  | 15.7  | 11.7  |
| 股息收益率           | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

| 现金流量表 (百万元) | 2020  | 2021E   | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|
| 净利润         | 223   | 434     | 657   | 869   |
| 折旧和摊销       | 21    | 25      | 29    | 34    |
| 营运资金变动      | (410) | (1,100) | 484   | (175) |
| 经营活动现金流     | (170) | (642)   | 1,174 | 745   |
| 资本开支        | 56    | 33      | 45    | 46    |
| 投资          | 0     | 0       | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (53)  | (33)    | (45)  | (46)  |
| 股权募资        | 0     | 1,349   | 0     | 0     |
| 债务募资        | 308   | 0       | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 285   | 1,336   | 480   | 464   |
| 现金净流量       | 61    | 661     | 1,609 | 1,163 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司主要产品演变.....                          | 3  |
| 图 2: 公司营业收入情况.....                          | 4  |
| 图 3: 公司归母净利润情况.....                         | 4  |
| 图 4: 公司股权结构.....                            | 4  |
| 图 5: 碳中和实现路径.....                           | 6  |
| 图 6: 光伏是过去十年成本下降最快的可再生能源.....               | 7  |
| 图 7: 中国光伏新增装机预测 (单位: GW).....               | 7  |
| 图 8: 全球光伏新增装机预测 (单位: GW).....               | 7  |
| 图 9: 胶膜是光伏组件的关键辅材.....                      | 8  |
| 图 10: 白色 EVA 可有效提升组件功率.....                 | 9  |
| 图 11: 多层共挤 POE 结构.....                      | 9  |
| 图 12: 白色 EVA 与 POE (含共挤型 POE) 渗透率逐渐提升.....  | 9  |
| 图 13: 光伏组件成本结构.....                         | 9  |
| 图 14: 福斯特光伏胶膜成本结构 (2020 年).....             | 10 |
| 图 15: 海优新材光伏胶膜成本结构 (2020 年).....            | 10 |
| 图 16: 2013 年全球光伏胶膜行业产业格局.....               | 11 |
| 图 17: 2019 年全球光伏胶膜行业产业格局.....               | 11 |
| 图 18: 胶膜环节净营业周期较长.....                      | 12 |
| 图 19: 公司上市前货币资金与现金流情况较差.....                | 12 |
| 图 20: 公司扩产速度加快.....                         | 13 |
| 图 21: 预计公司出货量及市占率快速增长.....                  | 13 |
| 图 22: 公司 2020 年 H1 原材料主要供应商情况.....          | 13 |
| 图 23: 2020H1 公司客户占比情况.....                  | 13 |
| 图 24: 公司海外销售收入与占比持续增长.....                  | 14 |
| 图 25: 公司毛利率与福斯特比较.....                      | 15 |
| 图 26: 公司期间费用率与福斯特比较.....                    | 15 |
| 图 27: 公司白色 EVA 与 POE 胶膜销售占比提升.....          | 15 |
| 图 28: 预计双面组件渗透率进一步提升.....                   | 15 |
| 图 29: 白色 EVA 与 POE 胶膜 ASP 更高 (单位: 元/W)..... | 16 |
| 图 30: 白色 EVA 与 POE 胶膜毛利率更高.....             | 16 |
| 图 31: 公司向前五大供应商采购中代采比例较高.....               | 17 |
| 图 32: 代采价格高于直采 (江苏斯尔邦, 单位: 元/吨).....        | 17 |
| 图 33: 玻璃胶膜示意图.....                          | 19 |

## 表格目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1: 公司子公司、合资公司概况.....                   | 5  |
| 表 2: 全球大部分国家均将碳中和作为目标.....               | 6  |
| 表 3: 胶膜单位投资额约为 2-3 亿元/亿平米.....           | 11 |
| 表 4: 公司 IPO 募投 6 亿元主要用于扩产 1.7 亿平米产能..... | 12 |
| 表 5: 通过中间商销售需要做一定的价格折让.....              | 16 |
| 表 6: 公司核心技术团队.....                       | 18 |
| 表 7: 公司核心技术介绍.....                       | 18 |
| 表 8: 公司目前拥有的部分新型胶膜相关专利.....              | 18 |
| 表 9: 公司财务报表数据预测汇总.....                   | 21 |

## 分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                     |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上      |
| 行业评级标准                      |      |                        |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。