创新技术与企业服务研究中心

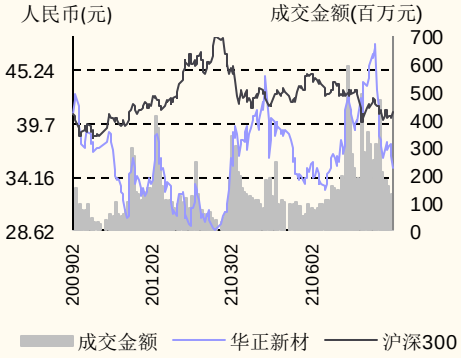
华正新材 (603186.SH) 买入（维持评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：35.18 元
目标价格（人民币）：50.92-76.73 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.42
已上市流通 A 股(亿股)	1.40
总市值(亿元)	49.97
年内股价最高最低(元)	48.08/28.62
沪深 300 指数	4869
上证指数	3567



相关报告

1.《让利客户仍同比高增长，长期成长逻辑不变-华正新材 2021 年半...》，2021.8.14
2.《同比+259%，盈利提高+新产能投放=成长确定-华正新材 21...》，2021.4.20
3.《全年稳增，高端突破+产能投放助力成长-华正新材 2020 年年报...》，2021.3.16
4.《确认授予股票激励，稳定核心团队攻坚高端-华正新材点评》，2020.12.2
5.《短期盈利承压，长期看结构优化和产能释放-华正新材 2020 年三...》，2020.10.22

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号：S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

CCL 扩产 221%+产品升级，铝塑膜扩产迎扩容

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,026	2,284	3,281	4,380	5,323
营业收入增长率	20.76%	12.75%	43.65%	33.50%	21.52%
归母净利润(百万元)	102	125	253	365	508
归母净利润增长率	36.04%	22.60%	101.99%	44.19%	39.18%
摊薄每股收益(元)	0.790	0.882	1.781	2.568	3.574
每股经营性现金流净额	0.82	1.06	1.72	3.05	3.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.75%	8.61%	14.24%	19.98%	23.83%
P/E	48.33	36.96	19.76	13.70	9.84
P/B	6.65	3.18	2.81	2.74	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **覆铜板仍是主业，其他业务中包含未来贡献业绩的拐点性产品。**覆铜板营收和毛利占比仍超过半数，目前是支撑基本面的关键业务；从增速的角度来看，“其他业务”板块增长明显，其中主要包含正在攻坚的新型高端材料（包括铝塑膜等新型产品），该业务前期盈利承压但市场开拓势头却明显，由此可见铝塑膜这一类高端材料有望成为贡献业绩的拐点性产品。
- **CCL：三年扩产 221%，产品升级推升盈利能力。**公司在杭州本部圈、珠海和黄石地区做了充足的产能储备，预计至 24 年相对 21 年增产 221%，年复合增长 30%。除了量增以外，公司高端材料已经取得了较大的进展：1）高频已经给客户实现了批量供应，未来在 5G、汽车雷达有望迎来市场拓展；2）高速正在大客户验证，未来服务器需求增长会带来空间；3）HDI 和类 BT 板材已经实现批量出货，随着 MiniLED 需求爆发而有望迎来爆发；4）封装载板已经实现了一定的市场突破，未来有国产替代机会。
- **铝塑膜：正迎扩容上升期，扩产加码高层次产品。**铝塑膜即将随着偏好软包方案的欧洲车企销售快速增长和大陆电池厂加快扩产软包电池而迎来扩容期，预计 2025 年铝塑膜出货量将达到 7.6 亿平方米（市场空间对应约 156 亿元），复合增长率 25.9%，可见铝塑膜是即将迎来爆发并且容量较大的新兴市场。公司自 2017 年开始布局铝塑膜产品，已经在 3C 数码类实现了批量供应，目前正经历从数码类产品跨越至手机\小动力甚至到新能源汽车动力产品层次的攻坚阶段，基于此，公司于 2020 年启动了年产 3600 万平方米扩产项目（原产能的 7.2 倍），我们认为随着公司技术积累、市场拓展和产能扩充，公司竞争力将会逐渐体现，有望在铝塑膜这一新兴领域分得一杯羹。

投资建议

- 考虑到公司新品推进和铝塑膜推广有望超预期，我们调增公司 21~23 年归母净利润至 2.53(调增+11%)\3.65(+14%)\4.96(+18%)亿元，对应估值 20X\14X\10X，考虑可比公司估值和公司历史估值水平，给予 50.92~76.73 元/股的目标价，给予“买入”评级。

风险

- 产品降价快于原材料降价；需求不及预期；新产品放量不及预期；产能投放不及预期；限售股解禁风险。

内容目录

受益于涨价周期，继续看好主业和新材料前景 4
1、覆铜板：替代空间充足且布局积极，高端产品渗透打开盈利想象 5
1.1、从量的角度：替代空间充足，扩产积极保证增量 5
1.2、从价的角度：高频已突破，高速\MiniLED\载板进阶布局 6
2、铝塑膜：正迎扩容上升期，扩产加码高层次产品 8
2.1、铝塑膜安全性和能量密度有优势，在动力领域渗透是升级方向 8
2.2、欧洲出货引领+电池厂扩产发力，铝塑膜即将打开百亿市场空间 11
2.3、多年深耕铝塑膜，扩产加码更高层次产品 14
3、盈利预测：未来三年保持 58%的复合增长 15
4、风险提示 18
4.1、产品降价快于原材料降价 18
4.2、需求不及预期 19
4.3、新产品放量不及预期 19
4.4、产能投放不及预期 19
4.5、限售股解禁风险 19

图表目录

图表 1：2021 年上半年大陆覆铜板厂商业绩情况（按营收排序） 4
图表 2：2020 年华正新材营收分布 4
图表 3：2020 年华正新材毛利分布 4
图表 4：2015~2020 年华正新材分板块营收复合增速 4
图表 5：2015~2020 年华正新材分板块毛利复合增速 4
图表 6：全球 PCB 产值按地区分布 5
图表 7：全球覆铜板产值情况 5
图表 8：全球主流覆铜板厂商市占率分布 5
图表 9：华正新材扩产计划一览 6
图表 10：华正新材产能变化情况 6
图表 11：华正新材高频高速产品布局 6
图表 12：服务器用 CCL 成长逻辑 7
图表 13：全球特种覆铜板排名 7
图表 14：Mini LED 布局进程 7
图表 15：Mini LED 用 PCB 板示意图 7
图表 16：封装载板用 CCL 市场格局 8
图表 17：铝塑膜实物图 9
图表 18：铝塑膜结构示意图 9
图表 19：锂电池三种封装形式示意图 9
图表 20：铝塑膜包装的软包电池实物图 9

图表 21：锂电池三种形式优劣比较.....10
图表 22：铝塑膜产业链关系.....10
图表 23：2020 年铝塑膜市场需求分布.....10
图表 24：不同规格和应用领域的铝塑膜价格.....10
图表 25：2020 年全球动力电池封装材料应用比例.....11
图表 26：2020 年中国动力电池封装材料应用比例.....11
图表 27：动力电池三种封装形式代表电池厂和车型.....11
图表 28：2020 年全球前 10 畅销新能源车电池封装情况.....12
图表 29：2020 年欧洲前 20 畅销新能源车电池封装情况.....12
图表 30：全球新能源汽车销量分布.....12
图表 31：全球新能源汽车分地区增速.....12
图表 32：全球主流电池厂商格局.....13
图表 33：主流电池厂商封装方案.....13
图表 34：大陆扩产软包电池规划.....13
图表 35：全球铝塑膜出货量预测.....14
图表 36：华正新材铝塑膜产能布局情况.....14
图表 37：华正新材铝塑膜产能布局情况.....14
图表 38：华正新材铝塑膜产品沿革.....15
图表 39：华正新材铝塑膜产能布局情况.....16
图表 40：华正新材盈利预测.....17
图表 41：可比公司估值对比*.....18
图表 42：华正新材 PE Band.....18

受益于涨价周期，继续看好主业和新材料前景

华正新材（后简称公司）是国内主要的覆铜板厂商之一，自 2020 年下半年以来，覆铜板行业迎来了由原材料推动的涨价周期，从各大厂商今年上半年业绩情况可看出覆铜板厂商在涨价潮中都实现了涨价溢价，公司也取得了收入+80%、归母净利润+109%的高成长。

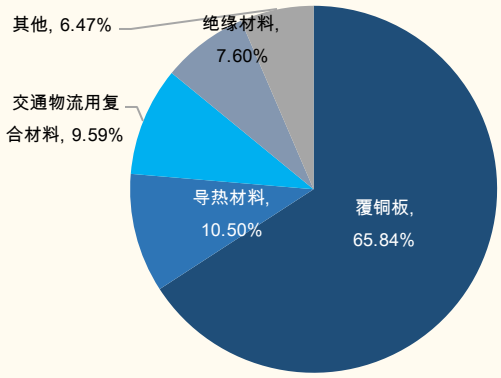
图表 1：2021 年上半年大陆覆铜板厂商业绩情况（按营收排序）

业绩指标	单位	生益科技	南亚新材	华正新材	金安国纪
营收	亿元	98.32	19.93	17.09	13.39
YoY-营收	%	42.93%	118.99%	80.37%	119.14%
归母净利润	亿元	14.15	2.20	1.22	2.58
YoY-归母净利润	%	71.30%	229.29%	109.00%	657.80%
扣非归母净利润	亿元	14.03	2.07	1.15	2.42
YoY-扣非归母净利润	%	70.06%	241.30%	143.06%	896.32%

来源：Wind，国金证券研究所

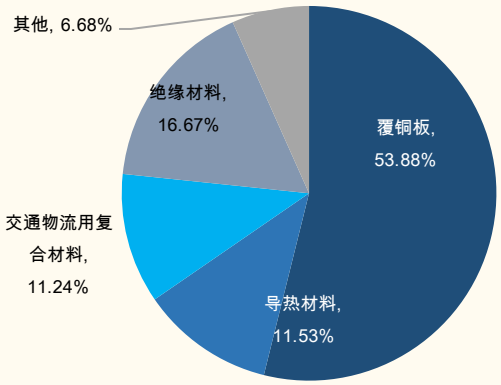
覆铜板仍是主业，其他业务中包含未来贡献业绩的拐点性产品。从体量的角度来看，覆铜板无论是营收还是毛利都占据整体的半数以上，可见覆铜板仍然是支撑公司基本面的关键业务；从增速的角度来看，过去 5 年营收成长最快的板块是导热材料和其他业务，但这两个板块的盈利增速却较低，其中导热材料是因为产品成熟后盈利回归常态，而其他业务主要包含新型高端材料（包括铝塑膜等新型产品），部分产品正在攻坚阶段，前期盈利承压但市场开拓势头却明显，由此可见其他业务板块有望出现未来贡献业绩的拐点性产品。

图表 2：2020 年华正新材营收分布



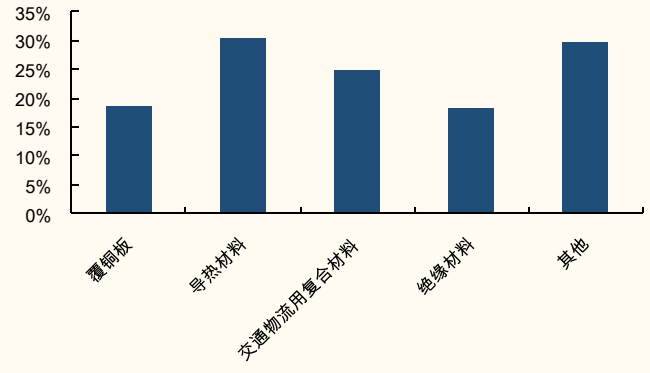
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2020 年华正新材毛利分布



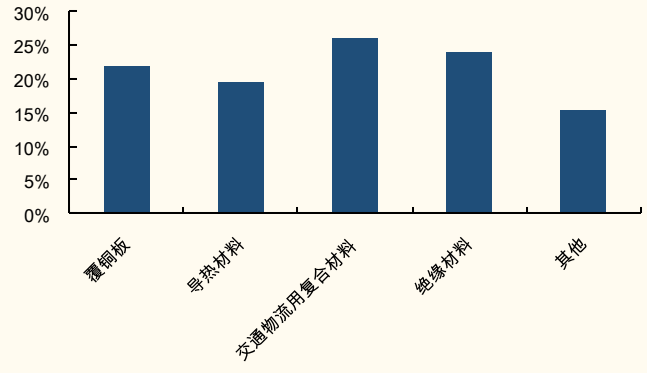
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2015~2020 年华正新材分板块营收复合增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2015~2020 年华正新材分板块毛利复合增速



来源：Wind，国金证券研究所

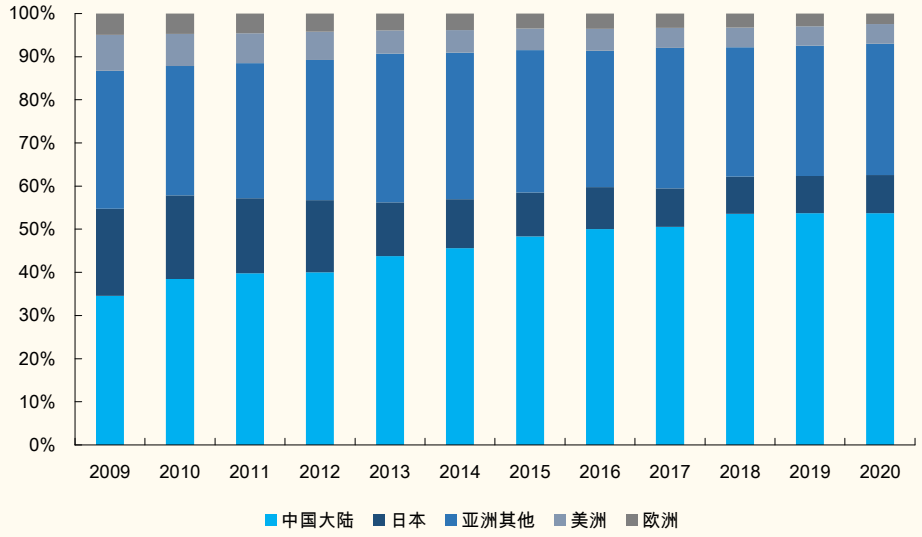
基于此，我们认为公司未来成长逻辑包含两个方面：1）覆铜板业务依靠扩产和产品结构升级实现进一步成长；2）其他业务板块中部分新兴产品将会成为未来支撑公司成长的关键材料，其中铝塑膜就是最关键的产品之一。本文将就这两点详细展开。

1、覆铜板：替代空间充足且布局积极，高端产品渗透打开盈利想象

1.1、从量的角度：替代空间充足，扩产积极保证增量

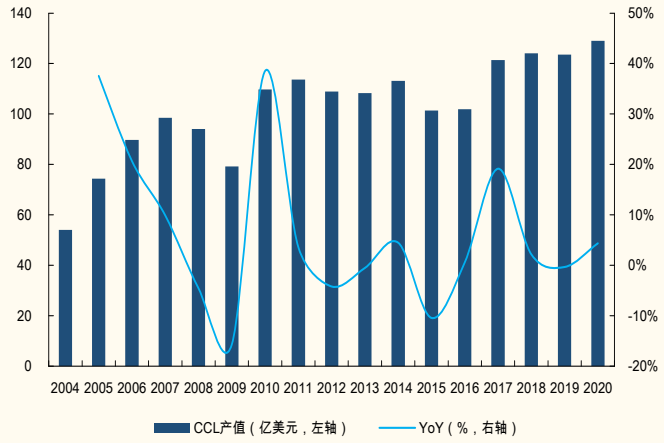
大陆覆铜板供应有替代机会，公司居于较强潜力。从下游 PCB 产值地区分布可以看到，全球已经有超过 50%的 PCB 集中在中国大陆地区制造，但在覆铜板 129 亿美元的市场中，中国大陆覆铜板厂商在前 15 席中仅占有 4 席，且市占率合计仅为 20%，可见从产业链配套关系上来看，大陆覆铜板和大陆 PCB 存在错位，大陆覆铜板厂商还存在较大的替代空间。公司作为大陆排名第四、未来布局积极的覆铜板主要供应商，全球市占率仅 2%，相对龙头超过 10%、中档位台企超 5%的市占率水平，公司可替代的上升空间充足，成长潜力大。

图表 6：全球 PCB 产值按地区分布



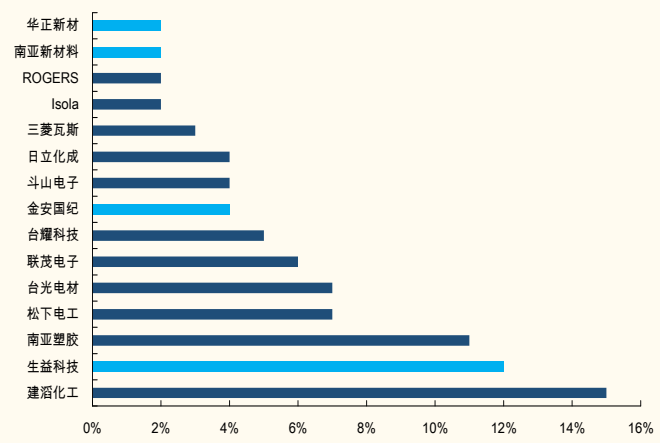
来源：CPCA，国金证券研究所

图表 7：全球覆铜板产值情况



来源：覆铜板资讯，国金证券研究所

图表 8：全球主流覆铜板厂商市占率分布



来源：CCLA，国金证券研究所

三年扩产 221%，量增有基本保证。在竞争替代的过程中，产能扩张是保证配套大客户、提升竞争力的关键，公司自 2018 年开始做产能储备，分别在杭州本部圈（华东）、珠海（华南）和黄石（华中）地区做了充分规划，根据产能规划，公司将释放的投产项目包括杭州青山湖二期项目、珠海一期项目和珠海二期项目，预计截至 2024 年公司产能将达到 4380 万张/年，相较 2021 年产能增加 221%，年复合增长 30%，产能增加将为公司量增提供动力。

图表 9：华正新材扩产计划一览

新增产能厂区	计划产能	预计投建\投产
青山湖二期项目	540 万张/年	21 年 6 月完工，7 月正式进入试生产和产能爬坡阶段
珠海一期项目	960 万张/年	21 年完成建设，22Q1 投产爬坡
珠海二期项目	1440 万张/年	22 年投建，22Q4 投产
华中扩产项目	尚未确定规划	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：华正新材产能变化情况

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CCL	万张/年	1440	1440	1980	2940	2940	4380
增幅	%	38%	0%	38%	48%	0%	49%
未来三年产能复合增长达到 30%							

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、从价的角度：高频已突破，高速\MiniLED\载板进阶布局

作为国内覆铜板主流厂商，以往产品结构集中在以 FR4 为主的中端层次，随着公司深耕技术、配合大客户研发以及国产替代趋势加快，公司快速布局高端产品，并且在部分产品已经取得突破，未来产品结构升级有望带来均价和盈利提升。具体来看主要体现在三个方面：

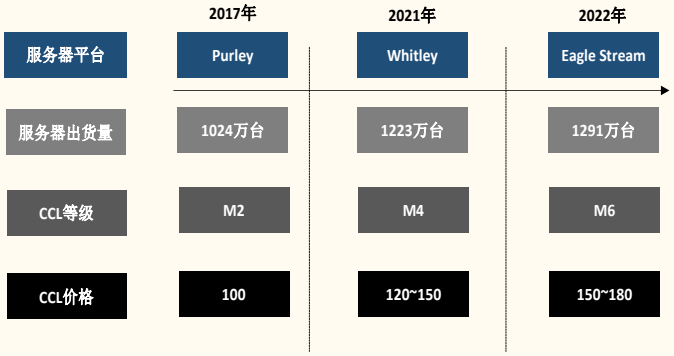
1）**高频已有突破，高速继续推进。**随着 5G 建设的推进，高频 CCL 市场需求得到极大释放，公司抓住市场机遇推出 4 款满足各类高频需求的产品（H5300\H5265\H5255\H5220），2020 年成功通过全球知名通信设备厂商认证，2021 年高频产品放量出货，可以说公司高频技术已经得到市场认可，未来在 5G、汽车雷达等市场也有望继续拓展；随着高频产品成功放量，公司也加快了高速产品认证和市场导入进度，未来有望随着服务器升级换代带来的高速需求释放而迎来更广阔的成长空间。从数据上可以看到公司在特种覆铜板的全球地位已经有了显著提升，可见公司高频高速产品推进较快。

图表 11：华正新材高频高速产品布局

产品类型	型号	Dk	Df
高频	H5300	2.98±0.05	0.0020
	H5265	2.65±0.03	0.0020
	H5255	2.55±0.03	0.0018
	H5220	2.20±0.02	0.0009
高速	H2	4.3	0.012
	H6	3.65	0.0048

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 12：服务器用 CCL 成长逻辑



来源：生益天空下，国金证券研究所

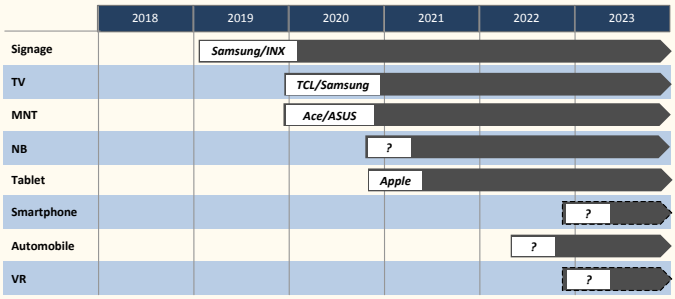
图表 13：全球特种覆铜板排名

2018 年排名	具体厂商	2020 年排名	具体厂商
1	松下	1	台耀
2	台耀	2	松下
3	罗杰斯	3	联茂
4	三菱瓦斯	4	昭和电工
5	日立化成	5	三菱瓦斯
6	联茂	6	斗山
7	斗山	7	台光
8	台光	8	罗杰斯
9	依索拉	9	生益科技
10	Park	10	艾杰旭
11	生益科技	11	依索拉
12	南亚塑胶	12	南亚塑胶
13	建滔积层板	13	建滔积层板
14	中英科技	14	中英科技
15	日本住友	15	日本住友
16	腾辉	16	华正新材

来源：CCLA，国金证券研究所

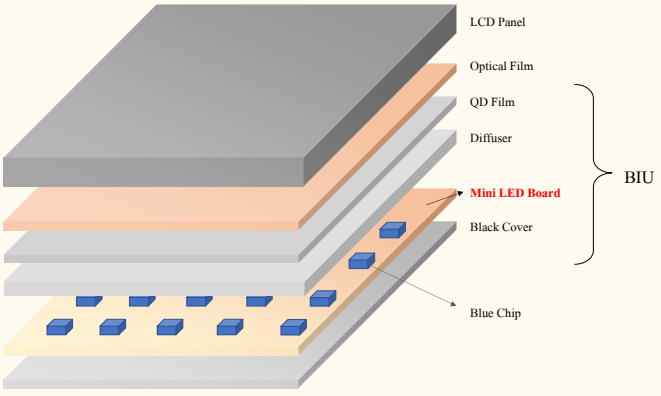
2）**深化 HDI 和类 BT 板材，迎接 MiniLED 应用大时代。**HDI 产品因在翘曲、散热等方面相对普通 FR4 产品具有更高技术含量，因此附加值也相对较高，特别是即将迎来市场渗透高景气的 MiniLED 产品，单价相对普通产品高 60%~100%，该类高端产品有望打开市场空间。公司 HDI 和类 BT 板材进一步深化产品开发和市场布局，用于 MiniLED 背光和直显的类 BT 板材、中高 Tg FR-4 板材和 HDI 板材实现批量出货，在 MiniLED 需求即将爆发的基础上，公司加速布局有助于在行业上行周期中分得一杯羹。

图表 14：Mini LED 布局进程



来源：LEDinside，国金证券研究所

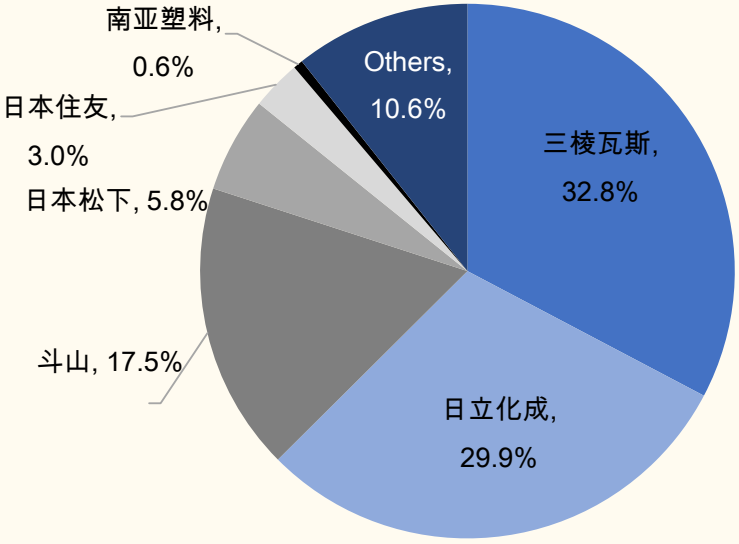
图表 15：Mini LED 用 PCB 板示意图



来源：LEDinside，国金证券研究所

3）**封装载板国产替代机会强，在存储类 BT 载板有布局。**封装载板是覆铜板产品等级中最高等级产品，以往该类产品主要被日韩台厂商高度垄断，随着半导体产业链国产替代加快，该类材料也成为了国内加速布局的重点。公司基于自身技术和客户积累，较早研发了存储类 BT 载板材料，目前已经实现了一定的市场突破，未来有望成为国产替代主力军。

图表 16：封装载板用 CCL 市场格局



来源：CCLA，国金证券研究所

总的来看，公司作为大陆主流的覆铜板厂商，在大陆覆铜板制造本土化的趋势下仍然有较充足的替代空间，并且公司扩产发力积极，量增有保障；除了扩产保证出货量增加以外，公司产品结构升级也能够打开盈利想象空间，其中高频、高速、MiniLED 和载板类产品公司已有布局并且都有一定的突破，未来产品升级带来的价升也将逐渐体现。因此，从量价的角度，公司覆铜板业务仍然有望保持高增长。

2、铝塑膜：正迎扩容上升期，扩产加码高层次产品

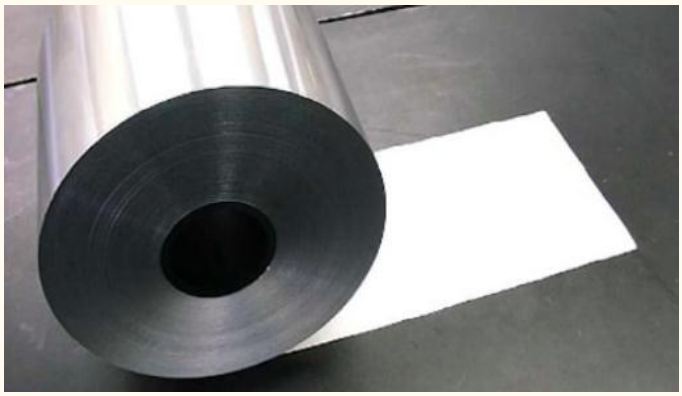
公司虽然主营业务集中在覆铜板产品，但公司致力于打造材料产品平台，新型材料一直是公司研发的重要方向，铝塑膜产品就是公司未来聚焦的关键新型材料。我们认为随着新能源汽车的发展，铝塑膜将会成为大有作为的关键材料，公司较早布局铝塑膜，有望成为国内新兴领域的主要玩家。

2.1、铝塑膜安全性和能量密度有优势，在动力领域渗透是升级方向

■ **铝塑膜是软包锂电池封装膜材，符合未来需求发展**

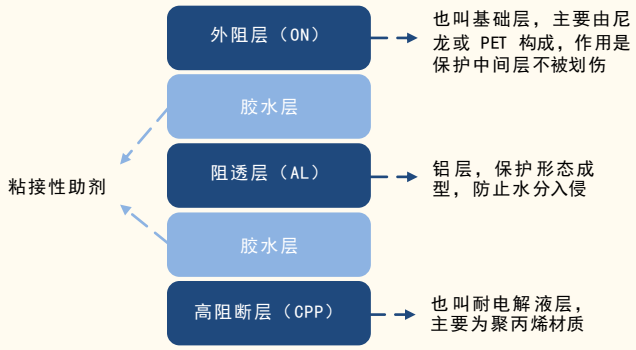
铝塑膜是用于软包锂电池封装复合膜材。铝塑膜是一种由尼龙、铝箔、聚合物材料压合粘结而成的膜材，是一种软包锂电池的封装材料。众所周知，锂电池的主要构成部分可以分为正极、负极、电解液、隔膜、集流体和整体封装材料，其中封装材料就是把所有成分包裹在一起的“外包装”。锂电池封装形式主要有圆柱形、方形和软包，其中圆柱形和方形电池的封装材料主要用金属硬壳材料（钢壳或铝壳），而软包电池主要运用铝塑膜这一膜材。

图表 17：铝塑膜实物图



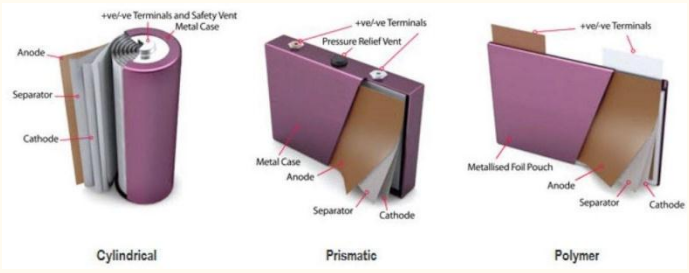
来源：DNP，国金证券研究所

图表 18：铝塑膜结构示意图



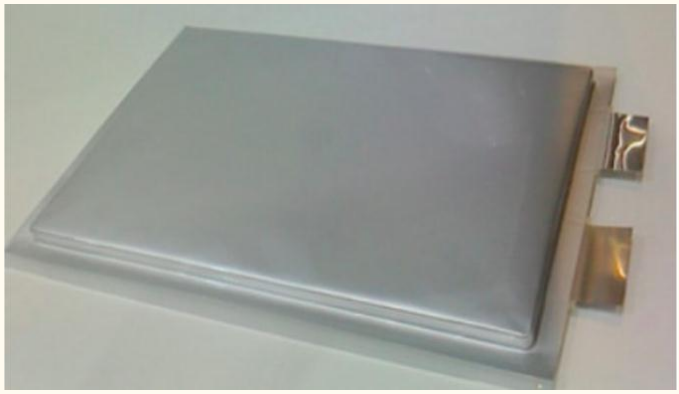
来源：电池联盟，国金证券研究所

图表 19：锂电池三种封装形式示意图



来源：新出行，国金证券研究所

图表 20：铝塑膜包装的软包电池实物图



来源：DNP，国金证券研究所

软包安全性更好、能量密度更高，铝塑膜符合未来需求发展。相对于圆形和方形电池，软包封装电池属于更新的方案，技术成熟性较低且研发壁垒较高，目前还存在胀气鼓包的问题，但软包电池安全性好（铝塑膜外壳可塑性强，热反应时只会膨胀而不易爆炸）和能量密度高（铝塑膜较轻，较同等规格尺寸的钢壳电池容量高 10-15%，较铝壳电池高 5-10%），因此软包一直是产业链研发竞争的方向，铝塑膜作为软包的封装材料是满足未来市场需求的方案。

图表 21：锂电池三种形式优劣比较

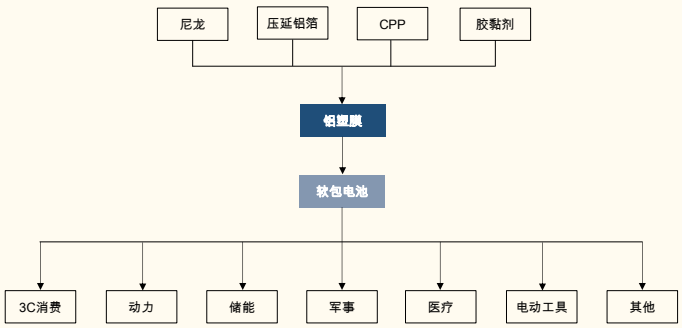
圆柱电池	方形电池	软包电池
生产工艺技术成熟 电芯整包成组灵活	铝材外壳坚固 安全且循环寿命好	铝塑膜材料外壳 易发生热失控，但不易发生爆炸
整包电芯数量多 监控管理难度大	单体电芯容量大 模组数量少 监控与管理风险小	易引发胀气，电芯鼓包变形 长时间使用后，寿命断崖下滑
	封装及制造工艺简单 可靠性高	软包外壳薄弱 需在模组层面加保护
电芯一致性好	电芯一致性一般	电芯一致性好
单体能量密度较高	能量密度一般	能量密度高

来源：新出行，国金证券研究所

■ 目前主要应用于 3C 领域，动力是升级方向

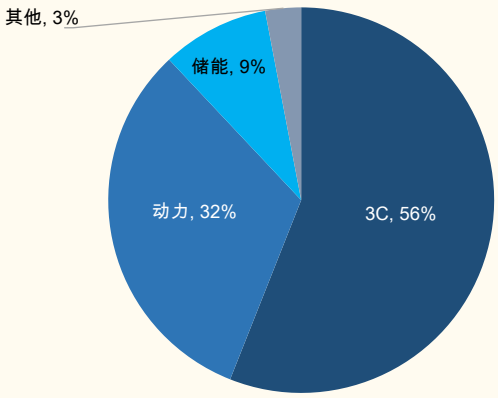
铝塑膜有 56%都应用在 3C 消费领域。从产业链的角度来看，铝塑膜跟随软包锂电池主要应用于 3C 消费、动力和储能等领域。基于应用特征和当前的技术水平，使用铝塑膜的软包电池目前主要应用在 3C 领域，根据 EV Tank 的数据，铝塑膜市场中有超过半数应用在 3C 消费领域，其余的应用在动力和储能居多，其他应用相对较有限。

图表 22：铝塑膜产业链关系



来源：国金证券研究所

图表 23：2020 年铝塑膜市场需求分布



来源：EV Tank，国金证券研究所

动力领域价格更高，在动力领域渗透是升级方向。铝塑膜按照厚度可以分为 88um、113um 和 152um 规格产品，其中 88um 和 113um 主要应用在 3C 领域，152um 主要应用在动力领域。从价格的角度，应用在 3C 的较薄的铝塑膜产品价格相对较低，一般维持在 20~35 元/平方米，应用在动力的较厚的铝塑膜产品价格基本在 30~45 元/平方米，可见动力领域产品价格更高，铝塑膜在动力领域渗透是铝塑膜产品升级的方向。

图表 24：不同规格和应用领域的铝塑膜价格

应用领域	厚度	价格区间
3C 消费	88um	20~35 元/平方米
	113um	

动力电池	152um	30~45 元/平方米

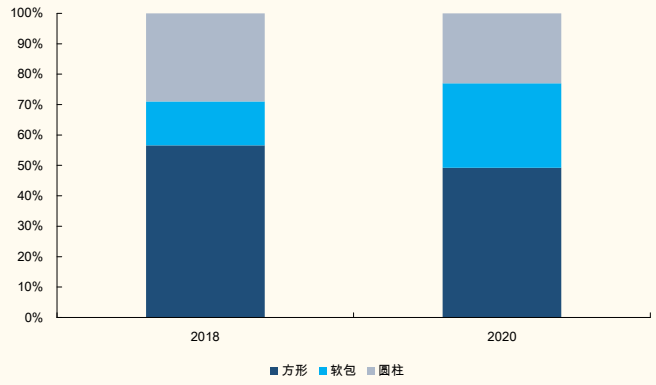
来源：爱采购网，产业链调研，国金证券研究所

2.2、欧洲出货引领+电池厂扩产发力，铝塑膜即将打开百亿市场空间

■ 软包有望随海外销量占比提升而加快渗透

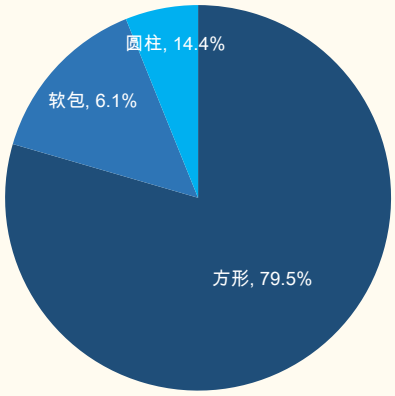
全球软包占比达 27.8%，欧洲是推行软包的领军者。从全球的视角来看，2020 年动力电池运用软包的比例已经达到 27.8%，而这一比例在 2018 年仅 14.4%，可见近年来软包应用持续渗透。值得注意的是，作为全球新能源汽车销售的主要市场，中国大陆 2020 年应用软包电池的比例仅为 6.1%，可以想见海外汽车对软包方案的青睐程度更高。再进一步看，欧洲推进软包方案更为积极，从三种封装方案的代表车型来看，应用软包的欧洲车型更具有代表性，并且 2020 年欧洲前 20 大的畅销车型中有 15 款车型采用软包方案，渗透率达到 75%，而全球前 10 大畅销车型中仅有 60%采用，因此可以说欧洲是推行软包方案的领先者。

图表 25：2020 年全球动力电池封装材料应用比例



来源：SNE，国金证券研究所

图表 26：2020 年中国动力电池封装材料应用比例



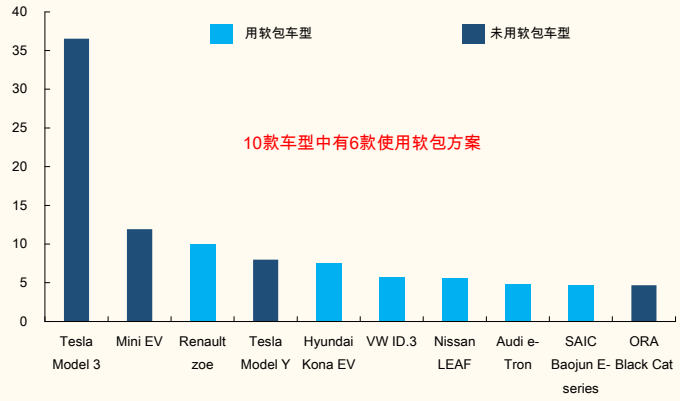
来源：电池中国网，国金证券研究所

图表 27：动力电池三种封装形式代表电池厂和车型

电池封装形式	圆柱电池	方形电池	软包电池
代表电池厂	松下、江森自控	三星SDI、CATL	LG化学、SKI、AESC
代表车型	特斯拉	蔚来汽车	奔驰EQC
	零跑S01	理想ONE	奥迪e-tron
	奇瑞eQ1	比亚迪	保时捷Taycar
	江淮iEV6E	丰田汽车	领克插电混动

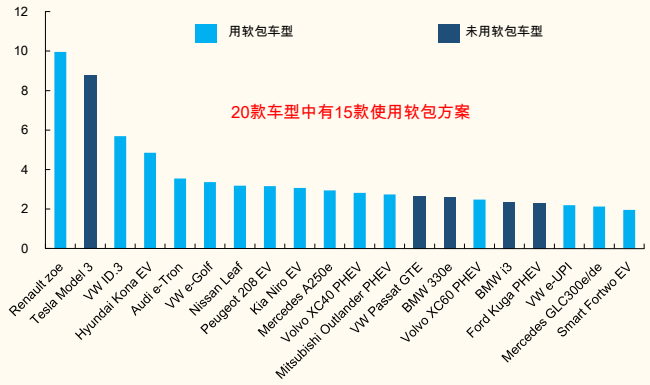
来源：新出行，国金证券研究所

图表 28：2020 年全球前 10 畅销新能源车电池封装情况



来源：EV Sales，国金证券研究所

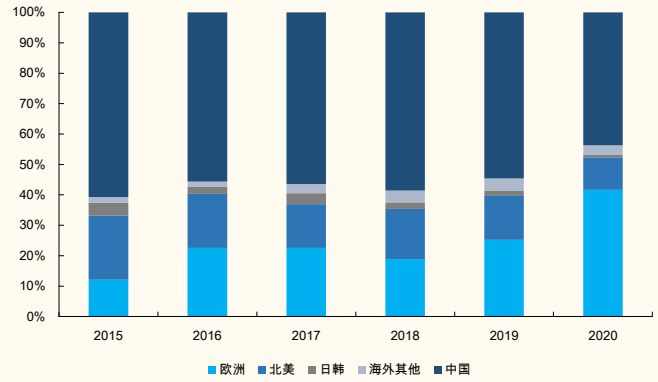
图表 29：2020 年欧洲前 20 畅销新能源车电池封装情况



来源：GGII，国金证券研究所

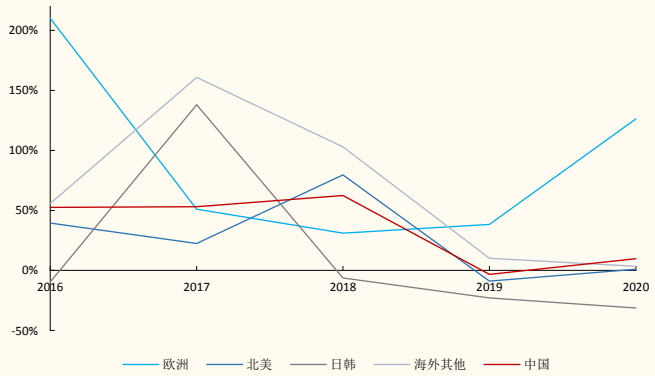
欧洲销量占比提升将催化铝塑膜市场增长。由于海外更青睐于软包方案，海外车企销量占比的提升将会带来软包市场的扩大，从而催生铝塑膜市场增长。从全球新能源汽车销量分地区情况来看，可以明显看到欧洲的销售占比和销售增速十分亮眼，销售占比从 2015 年的 12%提升至 2020 年的 42%，2020 年同比增速达到 126%，相较来看中国地区的占比从 2015 年的 61%下滑至 44%且 2020 年增速仅为 10%，因此我们可以合理展望未来海外特别是欧洲地区在新能源汽车发力将领跑全球，有望打开软包和铝塑膜市场空间。

图表 30：全球新能源汽车销量分布



来源：Marklines，中汽协，Wind，国金证券研究所

图表 31：全球新能源汽车分地区增速

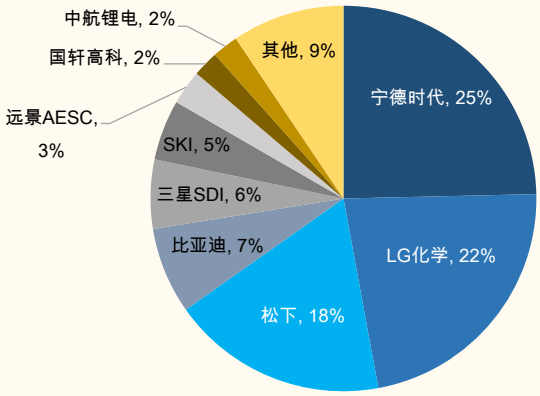


来源：Marklines，中汽协，Wind，国金证券研究所

■ 电池厂加码布局软包，技术成熟后铝塑膜有望加速在国内渗透

主流电池厂商封装方案不一，限制软包方案的技术研发推进。从电池厂供应的角度，主流电池厂商中仅有 LG 化学、SKI 和 AESC 主力供应软包方案，其他的主流供应商布局重点仍在方形和圆形电池（宁德时代\比亚迪\三星 SDI 主要布局方形，松下主要布局圆形），电池供应商主流方案分散，特别是国内的电池厂商，因产业链配套选择问题而大部分将非软包方案作为主要产品，电池厂商技术方案相对分散，也限制了软包方案的技术研发推进。

图表 32：全球主流电池厂商格局



来源：GGII，国金证券研究所

图表 33：主流电池厂商封装方案

主流电池厂商	国家	电池封装方案	是否用铝塑膜
宁德时代	中国	方形	否
LG 化学	日本	软包	是
松下	日本	圆形	否
比亚迪	中国	方形	是*
三星 SDI	韩国	方形	否
SKI	韩国	软包	是
远景 AESC	中国	软包	是

来源：汽车之家，国金证券研究所

*注：比亚迪虽然是方形电池方案，但也会用到铝塑膜

大陆电池厂商扩产软包，有望加快铝塑膜渗透。随着各大主流车企（特别是欧洲车企）越来越广泛应用软包方案，大陆厂商已经开始大力布局软包电池方案，大陆主流的孚能科技、捷成动力、远景 AESC 都有积极的扩产软包计划，就连以方形为主方案的宁德也开始加码软包扩产。我们认为随着大陆电池厂商加码软包，技术的逐渐成熟能够带动产业链应用软包方案的可行性，最终推动铝塑膜快速渗透。

图表 34：大陆扩产软包电池规划

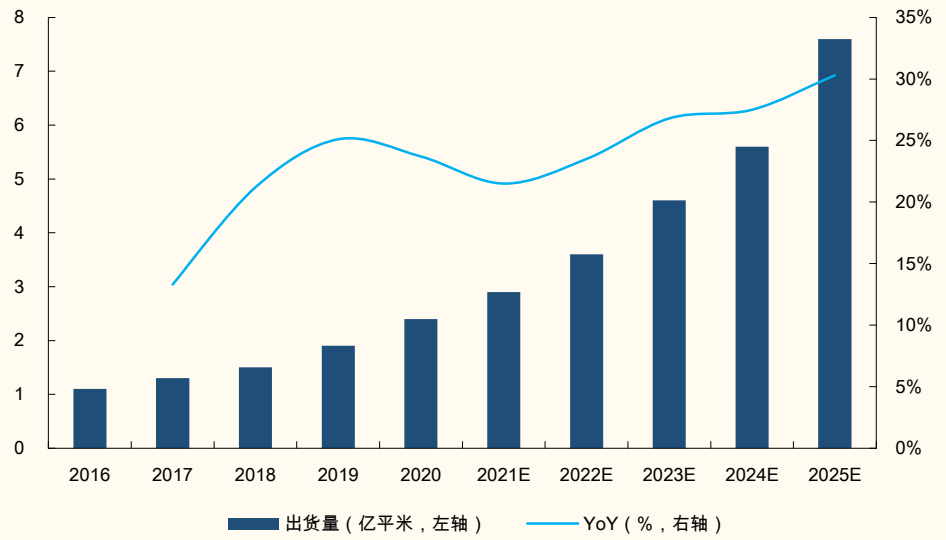
企业	电池封装方案	扩产规划
捷成动力	主打软包电池	2020 年计划建设产能 20GWh 的动力电池生产基地，其中一期产能规划 6GWh。
孚能科技	主打软包电池	孚能科技与吉利共同设立合资公司，预计合资公司与公司合计产能不少于 120GWH，其中 2021 年开工建设不少于 20GWH。
亿纬锂能	主打软包电池	现有软包产能 10GWH，与 SKI 的合资产能有 27GWh，预计还会增加 16GHW 的产能，软包电池产能规划在 53GWH
宁德时代	扩产软包	湖西基地扩产软包产能，预计规模设计 7-8GWh。
多氟多	主打软包电池	2021 年 5 月，多氟多公布拟与南宁政府方合作共建 20GWh 钾电池项目，为目前产能的近 6 倍。
盟固力	主打软包电池	9 月 28 日，南京荣盛盟固利年产 30GWh 动力电池一期项目正式开工。项目计划总投资 120 亿元，一期规划产能 12GWh,主要应用于 PHEV 商用车。
万向 123	主打软包电池	2020 年万向 123 的动力电池产能已经达 8GWh。此外，总投资达 680 亿元万向创新聚能城电池和储能项目已经开工建设。达产后万向一二三将具备年产 80GWh 的电池生产能力。显而易见，大众的百亿元订单，也确实需巨量的产能雄心才能匹配。
AESC	主打软包电池	2019 年启动总投资 220 亿远景 AESC 智能电池项目在江阴市开工，该项目规划建设年产 20GWh 的三元软包动力电池和电极材料；该建设计划分三期，2019 年投资 2 亿。

来源：公司公告，国金证券研究所

综上所述，我们认为随着偏好软包方案的欧洲车企上量以及大陆电池厂商纷纷加大软包电池投产力度，铝塑膜在动力电池市场的渗透将会加速，从而带动铝塑膜整体市场空间打开，根据 EV Tank 估测，全球铝塑膜出货量在 2025 年将达到 7.6 亿平方米，相较 2020 年 2.4 亿平方米的出货量年复合增长 25.9%，行业迎来高成长，并且按 20 元/平方米的保守价格来计算，至 2025 年全球铝塑膜市场将达到 156 亿元，因此我们认为铝塑膜市场是一个即将迎来爆发期并且市

场空间较大的新兴市场。

图表 35：全球铝塑膜出货量预测



来源：EV Tank，国金证券研究所

2.3、多年深耕铝塑膜，扩产加码更高层次产品

公司自 2017 年开始布局铝塑膜产品，经过 3~4 年的布局，公司已经在铝塑膜领域获得不俗的积累，具体来看，

1）**产能布局方面，**公司自 2018 年投建年产 500 万平方米产能后进入试生产，随着产品向市场的推进，产能逐渐成为限制规模扩张的瓶颈，因此公司基于市场发展判断和产品推进进度，在 2020 年启动年产 3600 万平方米产能项目，预计在 2022 年一季度投产，产能扩张 7.2 倍将为公司打开市场奠定基础；

图表 36：华正新材铝塑膜产能布局情况

产能	布局时间	规划情况
年产 500 万平方米	2018 年	2019 年已投产，产能用于数码类产品市场布局
年产 3600 万平方米	2020 年	2020 年项目启动，预计 2022 年一季度投产 产能用于手机\小动力以及汽车动力产品布局

来源：公司公告，国金证券研究所

2）**应用推进方面，**公司从数码 3C 类产品（如家用电器、数码、电子烟、充电宝等）入手，在 2019 年该类产品已经通过验证，并且已经实现量产，此类布局为公司在铝塑膜产业中的发展奠定基础；目前公司在手机、小动力方面已经通过验证，待新产能开出后有望在该类产品放量；更进一步地，公司在新能源汽车动力电池领域已经进入验证阶段，进阶布局将为公司打开上升通道；

图表 37：华正新材铝塑膜产能布局情况

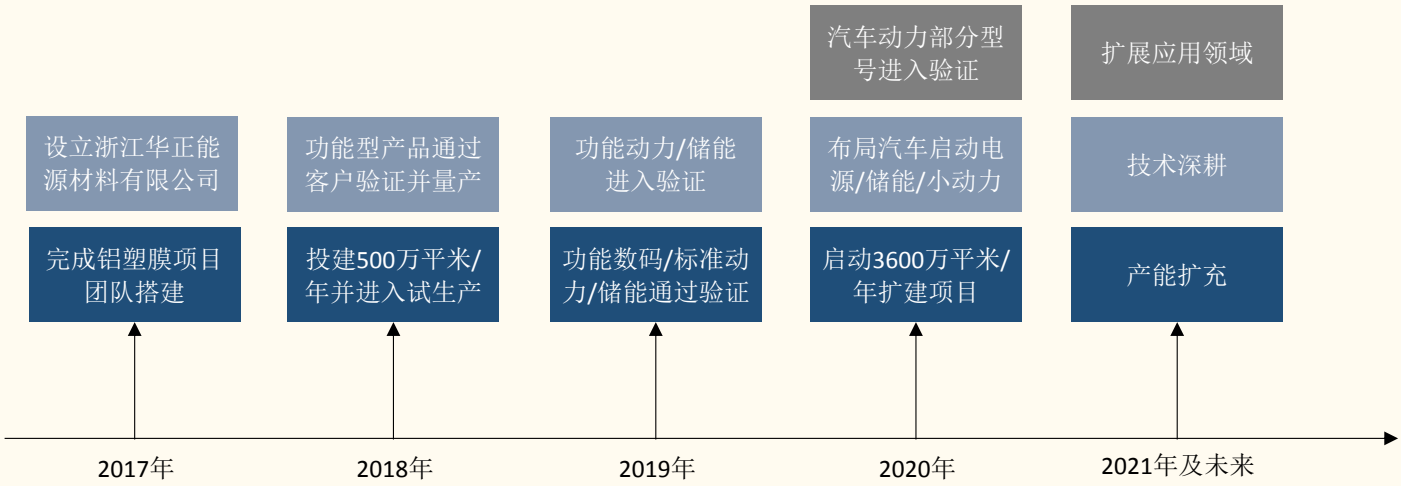
产品品类	布局阶段
数码类	2019 年通过验证，已经实现量产
手机及小动力类	2020 年已通过验证，即将放量

汽车动力类	进入验证阶段

来源：公司公告，国金证券研究所

总的来说公司多年来深耕铝塑膜，产品已经从布局数码类产品阶段到了要跨越至手机\小动力等产品层次阶段，甚至要进一步向新能源汽车动力板块迈进，在这一关键升级的阶段，公司积极推进产能布局以加码公司在铝塑膜市场的竞争力。

图表 38：华正新材铝塑膜产品沿革



年份	布局情况
2017 年	顺利完成团队构建、设备产线定制，预计 2018 年第二季度进入试运行阶段。
2018 年	2018 年投建 500 万平方米产能，上半年进入试生产；某一款功能型产品已通过客户验证，开始量产。
2019 年	功能性数码类产品已通过部分客户验证，标准动力及储能型产品也已通过多家客户验证；同时功能型动力及储能型产品也已完成公司内部开发工作，正在进行客户认证中。
2020 年	启动年产 3600 万平方米锂电池软包用铝塑膜建设项目；公司锂电池软包用铝塑膜产品已通过多家业界知名企业认证，已应用在汽车启动电源、储能及小动力等细分领域；汽车动力部分型号也已完成公司内部开发工作，正在进行客户认证。
2021 年及未来	加快年产 3600 万平方米项目扩建，同时预留未来扩产空间，同时布局干法和热法产线，进一步拓展消费电子、动力电池等应用领域。

来源：公司公告，国金证券研究所

3、盈利预测：未来三年保持 58%的复合增长

根据前述逻辑，我们对公司盈利进行预测：

1）**假设 1：覆铜板单价在今年大幅上升，但未来回归正常水平，随着产品升级逐渐提升单价锚。**今年覆铜板产业链迎来涨价周期，覆铜板环节顺利将价格传递到下游，公司均价也相应提升；不过今年涨价周期价格相对异常，预期明年开始向正常的价格水平回归，但考虑到公司产品向高频高速、MiniLED 甚至载板领域渗透，产品结构升级能够催生公司盈利锚抬升，因此我们预计 2021~2023 年覆铜板类产品单价变化率为+30%、-10%、+5%。

2）**假设 2：扩产贡献出货增量。**根据公司扩产计划，我们预估 2021~2023 年有效产能增幅分别为 18.75%、57.89%和 8.89%，考虑到产能投产需要一定时间爬坡以及产能满产需要时间，我们保守估计公司 2021~2023 年在新增产能的情况下销量增幅分别为 19%、48%和 5%。

图表 39：华正新材铝塑膜产能布局情况

	2020	2021E	2022E	2023E
产能预估	1440	1980	2940	2940
新投产线年产能	-	540	960	0
预计投产进度	-	21H1 投产	22Q1 投产	-
预计年化有效产能增量	-	540/12*6=270	（1980-1710）+960/12*9=990	2940-2700=240
预计年化有效产能	-	1440+270=1710	1710+990=2700	2700+240=2940
预计有效产能增幅	-	270/1440=18.75%	990/1710=57.89%	240/2700=8.89%

来源：公司公告，国金证券研究所

3）**假设 3：毛利率逐渐提升。**考虑销售费用中运费的归集问题，公司过去的毛利率水平维持在 15%左右的水平，今年涨价周期使得公司毛利率迎来较大幅度提升，因此我们合理预计公司 2021 年毛利率能够维持在 19%的水平；未来我们认为有几个因素能够使得公司毛利率逐渐提升，其一在于公司扩产规模提升之后将能够提升向上游原材料供应商和向下游客户的议价能力，其二在于公司扩产能够更好的做产线规划，制造效率将大幅提升，其三在于公司产品结构升级将带来毛利率攀升。因此我们预计公司 2021~2022 年毛利率将分别为 19%、20%、21%。

4）**假设 4：三大主营业务单价保持稳定。**公司三大主营业务（交通物流用复合材料、导热材料、功能型复合材料）历年来保持相对稳定发展，因此我们预计这几类单价保持稳定，即预计 2021~2023 年其他业务板块的单价保持不变。

5）**假设 5：三大主营业务销售量稳定增长。**公司在三大主营业务（交通物流用复合材料、导热材料、功能型复合材料）均已深耕多年，市场逐渐拓展开来，我们预计公司能够在这几大业务板块保持稳定的销售增长，即预计 2021~2023 年其他业务板块的销售量增幅将保持在 5%的水平。

6）**假设 6：三大主营业务毛利率保持在历史平均水平。**公司在三大主营业务（交通物流用复合材料、导热材料、功能型复合材料）布局已经相对成熟，毛利率维持在稳定的水平，因此我们预计公司 2021~2023 年的毛利率维持在过去 3 年的毛利率平均值水平。

7）**假设 7：其他业务随铝塑膜大幅增长。**公司其他业务中主要包括铝塑膜产品，根据前述，我们认为铝塑膜市场将迎来扩容趋势，公司现有产能年产 500 万平方米，未来扩产年产 3600 万平方米，可预期的铝塑膜产能将达到年产 4100 万平方米，保守按照 20 元/平方米的价格计算，公司未来在铝塑膜的产值至少能够达到 8.2 亿元，相对于现在其他业务营收合计 1.48 亿元的水平还有较大增长空间，因此我们预计公司 2021~2023 年其他业务营收增长率将保持在 100%的水平。

8）**假设 8：其他业务毛利率逐渐提升。**当前公司铝塑膜业务尚处于亏损状态，但随着整个市场需求起量、公司在客户的批量交付更稳定，公司盈利能力将能够实现大幅回升，因此我们预计其他业务毛利率能够逐渐提升。

9）**假设 9：**我们预计公司费用率能够维持在过去三年平均水平，即我们预计 2021~2023 年税金及附加、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别保持在 0.5%、2.5%、3.6%、5.2%、1.8%的水平。

10）**假设 10：**我们预计公司其他费用水平维持在过去三年平均水平。

图表 40：华正新材盈利预测

	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	假设
CCL+PP								
营收	**百万元**	**1,106**	**1,407**	**1,504**	**2,321**	**3,092**	**3,409**	
YoY	%	8%	27%	7%	54%	33%	10%	
单价	元/张	113	99	90	117	105	110	
YoY	%	1%	-12%	-10%	30%	-10%	5%	假设1
销量	万张	981	1,417	1,675	1,989	2,944	3,091	
YoY	%	7%	44%	18%	19%	48%	5%	假设2
毛利润	**百万元**	**167**	**246**	**233**	**446**	**618**	**716**	
毛利率	%	15%	17%	15%	19%	20%	21%	假设3
YoY	%	-15%	16%	-5%	91%	39%	16%	
交通物流用复合材料（原蜂窝板）								
营收	**百万元**	**211**	**256**	**219**	**230**	**242**	**254**	
YoY	%	7%	21%	-14%	5%	5%	5%	
单价	元/平方米	148	150	109	109	109	109	
YoY	%	4%	2%	-27%	0%	0%	0%	假设4
销量	万平方米	143	170	201	211	221	232	
YoY	%	3%	19%	18%	5%	5%	5%	假设5
毛利润	**百万元**	**47**	**54**	**49**	**50**	**53**	**56**	
毛利率	%	22%	21%	22%	22%	22%	22%	假设6
YoY	%	-12%	15%	-10%	3%	6%	5%	
导热材料								
营收	**百万元**	**154**	**158**	**240**	**252**	**264**	**278**	
YoY	%	9%	3%	52%	5%	5%	5%	
单价	元/张	113	113	103	103	103	103	
YoY	%	19%	0%	-9%	0%	0%	0%	假设4
销量	万张	137	140	234	246	258	271	
YoY	%	-8%	3%	67%	5%	5%	5%	假设5
毛利润	**百万元**	**38**	**39**	**50**	**59**	**62**	**65**	
毛利率	%	24%	25%	21%	23%	23%	23%	假设6
YoY	%	22%	5%	27%	18%	5%	5%	
功能型复合材料（原绝缘材料）								
营收	**百万元**	**180**	**135**	**174**	**182**	**191**	**201**	
YoY	%	43%	-25%	29%	5%	5%	5%	
单价	元/张	5	7	7	7	7	7	
YoY	%	19%	51%	3%	0%	0%	0%	假设4
销量	万张	3,845	1,905	2,388	2,507	2,633	2,764	
YoY	%	20%	-50%	25%	5%	5%	5%	假设5
毛利润	**百万元**	**48**	**45**	**72**	**62**	**65**	**68**	
毛利率	%	26%	33%	42%	34%	34%	34%	假设6
YoY	%	58%	-5%	60%	-14%	5%	5%	
其他								
营收	**百万元**	**27**	**70**	**148**	**295**	**591**	**1,181**	
YoY	%	24%	158%	111%	100%	100%	100%	假设7
毛利润	**百万元**	**23**	**30**	**29**	**74**	**154**	**319**	
毛利率	%	84%	43%	20%	25%	26%	27%	假设8
YoY	%	22%	33%	-4%	156%	108%	108%	
总营收	**百万元**	**1,678**	**2,026**	**2,284**	**3,281**	**4,380**	**5,323**	
YoY	%	11%	21%	13%	44%	34%	22%	
毛利润	百万元	321	414	432	690	952	1,223	
毛利率	%	19%	20%	19%	21%	22%	23%	
YoY	%	2%	29%	4%	60%	38%	29%	
税金及附加	百万元	8	10	11	16	22	27	
税金及附加/总营收		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	假设9
销售费用	百万元	77	90	57	82	110	133	
销售费用/总营收		4.6%	4.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	假设9
管理费用	百万元	58	69	88	118	157	191	
管理费用/总营收		3.5%	3.4%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	假设9
研发费用	百万元	84	117	112	172	229	279	
研发费用/总营收		5.0%	5.8%	4.9%	5.2%	5.2%	5.2%	假设9
财务费用	百万元	27	35	46	58	78	95	
财务费用/总营收		1.6%	1.7%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	假设9
其他费用	百万元	-9	-9	-9	-9	-9	-9	假设9
其他费用/总营收		-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	
归母净利润	百万元	75	102	125	253	365	508	
净利率	%	4%	5%	5%	8%	8%	10%	
YoY	%	-20%	36%	23%	102%	44%	39%	

来源：Wind，国金证券研究所

综上，考虑到公司产能投放进度有望超预期，并且铝塑膜产品推出有望超预期，因此我们调增公司 2021~2023 年归母净利润至 2.53 亿元（调增 10.96%）、3.65 亿元（调增 14.42%）和 4.96 亿元（调增 18.38%），未来三年复合增长将达到 58%，高增长可期。

从估值的角度来看，公司相对可比公司估值相对较低，我们认为公司估值首先能够修复到行业平均水平，其次随着公司高端 CCL（高频高速\MiniLED\封装基板）放量和铝塑膜深度推向市场，公司 PE 有望能够回到 2 年来平均 30 倍以上的估值水平，因此我们按照公司 2022 年业绩、20X~30X 估值水平，估测公司合理市值区间为 73~110 亿元，对应目标价为 50.92~76.73 元/股，继续给予“买入”评级。

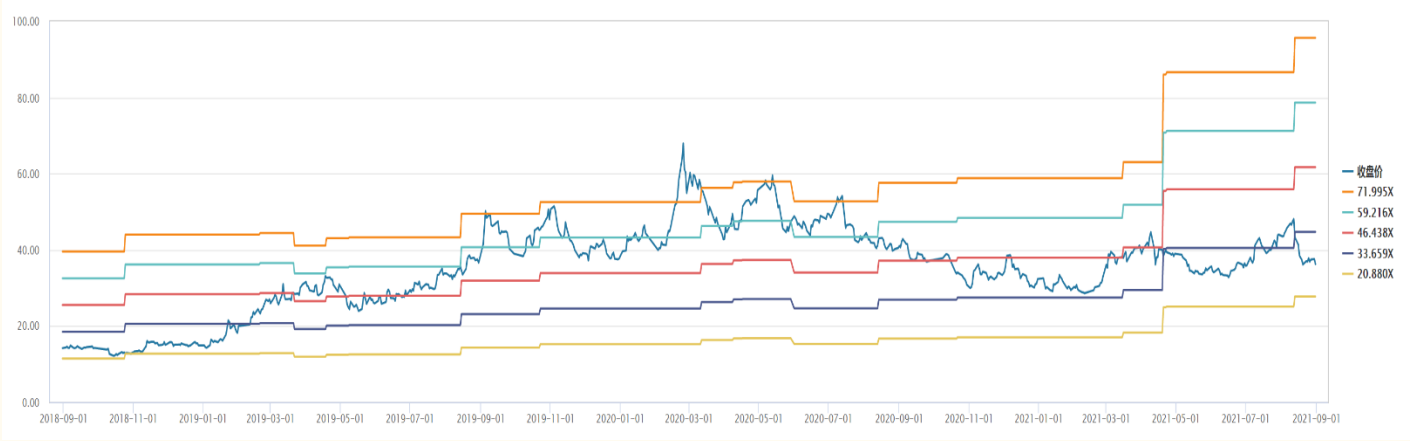
*图表 41：可比公司估值对比**

	2021E	2022E	2023E
生益科技	21.33	18.53	15.84
南亚新材	27.14	20.19	15.90
深南电路	27.73	22.53	18.81
行业平均 PE	25.40	20.42	16.85
华正新材 PE	19.76	13.70	9.84

来源：Wind，国金证券研究所

*注：估值参考 2021 年 9 月 1 日股价

图表 42：华正新材 PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

4.1、产品降价快于原材料降价

当前覆铜板行业仍然处于涨价溢价阶段，公司受益于该阶段；如果未来需求不及预期导致公司产品降价快于原材料降价，则将在中短期内盈利承压，最终导致公司业绩不及预期。

4.2、需求不及预期

当前整个覆铜板行业处于较高景气度阶段，并且远期订单也能够看到较好的保证；但如果下半年需求下行压力过大导致后续订单不足，则对公司产能稼动率会形成冲击，最终导致业绩不及预期。

4.3、新产品放量不及预期

根据前述内容，我们认为公司未来成长基于覆铜板产品升级和铝塑膜增量贡献，但如果新产品放量不及预期，则会对公司成长性产生冲击，最终导致业绩不及预期。

4.4、产能投放不及预期

根据前述内容，我们认为公司未来成长量增来自于公司产能扩张，如果公司产能建设或者投放进度不及预期，则会使得公司成长性不及预期，最终导致业绩不及预期。

4.5、限售股解禁风险

2021 年 11 月 30 日，公司大股东华立集团股份有限公司所持 126.95 万股解禁，占解禁前流通股 0.91%，占解禁后流通股 0.90%，占总股本 0.89%。股份解禁向市场流通或带来短期股价扰动，特此提示风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**1,678**	**2,026**	**2,284**	**3,281**	**4,380**	**5,323**
增长率		20.8%	12.7%	43.6%	33.5%	21.5%
主营业务成本	-1,357	-1,611	-1,852	-2,591	-3,429	-4,099
%销售收入	80.9%	79.5%	81.1%	79.0%	78.3%	77.0%
毛利	321	414	432	690	952	1,223
%销售收入	19.1%	20.5%	18.9%	21.0%	21.7%	23.0%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-16	-22	-27
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-77	-90	-57	-82	-110	-133
%销售收入	4.6%	4.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-58	-69	-88	-118	-157	-191
%销售收入	3.5%	3.4%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	-84	-117	-112	-172	-229	-279
%销售收入	5.0%	5.8%	4.9%	5.2%	5.2%	5.2%
息税前利润（EBIT）	93	128	163	302	434	594
%销售收入	5.5%	6.3%	7.1%	9.2%	9.9%	11.2%
财务费用	-27	-35	-46	-58	-77	-93
%销售收入	1.6%	1.7%	2.0%	1.8%	1.8%	1.7%
资产减值损失	-18	6	7	-3	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	1	6	9	11
投资收益	3	-1	7	15	14	18
%税前利润	4.3%	n.a	5.0%	5.4%	3.5%	3.4%
营业利润	69	106	139	262	378	529
营业利润率	4.1%	5.2%	6.1%	8.0%	8.6%	9.9%
营业外收支	6	0	-3	15	17	19
税前利润	75	105	136	277	395	548
利润率	4.5%	5.2%	6.0%	8.5%	9.0%	10.3%
所得税	0	-3	-10	-24	-30	-40
所得税率	-0.3%	2.7%	7.4%	8.5%	7.5%	7.3%
净利润	75	103	126	254	365	508
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	**75**	**102**	**125**	**253**	**365**	**508**
净利率	4.5%	5.0%	5.5%	7.7%	8.3%	9.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	75	103	126	254	365	508
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
非现金支出	57	52	70	91	101	111
非经营收益	21	36	34	23	37	39
营运资金变动	-61	-84	-79	-123	-70	-115
经营活动现金净流	**92**	**106**	**151**	**244**	**433**	**542**
资本开支	-212	-170	-402	-525	-343	-291
投资	25	15	0	-217	229	11
其他	4	-6	-179	15	14	18
投资活动现金净流	**-183**	**-161**	**-581**	**-727**	**-100**	**-262**
股权募资	23	0	644	170	-170	0
债权募资	86	146	70	528	202	125
其他	-51	-125	-122	-157	-221	-288
筹资活动现金净流	**58**	**21**	**592**	**540**	**-189**	**-164**
现金净流量	**-32**	**-35**	**162**	**57**	**144**	**117**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	167	173	380	437	582	699
应收款项	799	934	1,199	1,453	1,895	2,291
存货	227	238	279	366	493	600
其他流动资产	69	45	251	495	288	305
流动资产	1,262	1,390	2,109	2,751	3,257	3,895
%总资产	58.3%	57.6%	60.8%	60.3%	61.2%	63.2%
长期投资	16	8	9	12	12	12
固定资产	731	788	966	1,490	1,704	1,861
%总资产	33.8%	32.7%	27.9%	32.7%	32.0%	30.2%
无形资产	115	165	226	280	326	370
非流动资产	901	1,021	1,358	1,808	2,069	2,269
%总资产	41.7%	42.4%	39.2%	39.7%	38.8%	36.8%
资产总计	**2,163**	**2,411**	**3,467**	**4,560**	**5,326**	**6,165**
短期借款	582	650	689	835	1,067	1,200
应付款项	710	761	997	1,224	1,704	2,079
其他流动负债	58	63	89	107	140	172
流动负债	1,350	1,474	1,775	2,165	2,911	3,450
长期贷款	84	132	165	147	157	149
其他长期负债	36	53	61	459	420	422
负债	1,470	1,658	2,001	2,771	3,488	4,021
普通股股东权益	683	743	1,455	1,777	1,825	2,130
其中：股本	131	129	142	142	142	142
未分配利润	316	395	492	644	863	1,168
少数股东权益	10	10	11	12	13	13
负债股东权益合计	**2,163**	**2,411**	**3,467**	**4,560**	**5,326**	**6,165**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.575	0.790	0.882	1.781	2.568	3.574
每股净资产	5.228	5.742	10.243	12.508	12.851	14.996
每股经营现金净流	0.707	0.816	1.061	1.716	3.050	3.819
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.712	1.027	1.429
回报率						
净资产收益率	10.99%	13.75%	8.61%	14.24%	19.98%	23.83%
总资产收益率	3.47%	4.24%	3.61%	5.55%	6.85%	8.23%
投入资本收益率	6.82%	8.03%	6.43%	8.67%	11.52%	14.07%
增长率						
主营业务收入增长率	10.85%	20.76%	12.75%	43.65%	33.50%	21.52%
EBIT增长率	-25.82%	37.80%	26.93%	85.79%	43.55%	36.99%
净利润增长率	-19.78%	36.04%	22.60%	101.99%	44.19%	39.18%
总资产增长率	22.61%	11.49%	43.80%	31.51%	16.80%	15.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	131.6	129.7	132.0	130.0	130.0	132.0
存货周转天数	58.1	52.6	50.9	52.0	53.0	54.0
应付账款周转天数	81.2	77.6	81.4	84.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	99.7	115.3	122.7	104.8	79.7	66.1
偿债能力						
净负债/股东权益	71.97%	80.83%	19.24%	42.07%	46.28%	40.03%
EBIT利息保障倍数	3.5	3.7	3.5	5.3	5.6	6.4
资产负债率	67.97%	68.78%	57.72%	60.78%	65.49%	65.23%

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	0	2	2	2	11
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-05-27	买入	46.35	61.80 ~ 61.80
2	2020-10-22	买入	34.01	61.80 ~ 61.80
3	2020-12-02	买入	34.03	N/A
4	2021-03-16	买入	38.34	N/A
5	2021-04-20	买入	40.26	N/A
6	2021-08-14	买入	43.27	N/A

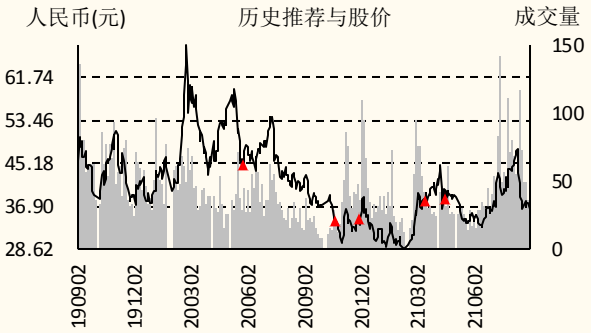
来源：国金证券研究所

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。

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