

## 公司深度报告

2023年04月26日

東亞前海證券有限責任公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 热熔环保粘接龙头、光伏胶膜快速放量

——天洋新材（603330.SH）首次覆盖报告

## 核心观点

环保粘接材料领先企业，营收规模节节攀升。公司深耕环保热熔粘接材料二十余年，是国内领先的环保粘接材料生产商，2021年公司在热熔环保粘接材料市占率达40%。随着未来“双碳”政策的推进，绿色环保型胶粘剂市占率有望提升，将带动公司市场份额进一步提升。近年来，受公司产能扩张以及下游需求带动，公司收入逐年增长。2018-2021年公司营业收入从5.61亿元增长至10.68亿元，年均复合增长率为23.9%，其中2021年同比增长52.7%；2022年前三季度营业收入为10.7亿元，同比增长45.4%。

光伏行业景气上行，叠加公司积极扩产，业绩增长空间持续打开。2019-2022年我国光伏新增装机容量从26.52GW增长至87.41GW，年均复合增长率为48.82%。光伏新增装机容量持续提升带动光伏组件产量稳步增长。2018-2022年我国光伏组件产量从84.3GW增长至288.7GW，年均复合增长率为36%。光伏封装胶膜为光伏组件的核心组成材料之一，2018-2022年我国光伏胶膜需求量从9.3亿平方米增长至31.8亿平方米。公司持续扩大产能，公司光伏封装胶膜产销量也实现大幅增长，2022年前三季度产量、销量分别为4508.15万平方米、4384.4万平方米，分别同比增长151.87%、147.62%。2022年公司光伏封装胶膜销售收入约7.29亿元，同比增长约125%。公司紧抓行业机遇，积极扩大光伏胶膜产能。公司预计2022年光伏封装胶膜有效产能达约1.6亿平方米/年，2023年达约3.5亿平方米/年。未来随着公司产能的陆续释放，有望打开业绩增长空间。

公司积极扩产及整合电子胶板块，实施国产替代。公司电子胶产品正逐步实现进口替代。公司积极拓展电子胶领域客户，2021年与汇川技术、公牛集团、方太集团、美的集团等客户达成合作，同时与华生电机加深合作。公司推进电子胶产能建设，产能将由830吨/年提升至1730吨/年，未来有望贡献业绩增量。同时公司积极整合电子胶业务板块，协同效应有望进一步增强。

## 投资建议

基于公司在光伏封装胶膜和电子胶领域的布局，未来业绩增长空间有望持续打开。我们预期2022/2023/2024年公司营业收入分别为14.09/29.64/55.50亿元，归母净利润分别为-0.53/2.09/4.71亿元，对应EPS分别为-0.12/0.48/1.09元/股，以2023年4月26日收盘价11.07元为基准，2023/2024年对应的PE分别为22.88/10.16倍。结合光伏封装胶膜行业高景气，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 风险提示

原材料价格异常波动、下游需求不及预期、环保风险等。

## 盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1067.74	1409.33	2964.36	5550.04
增长率(%)	52.74	31.99	110.34	87.23
归母净利润	110.16	-53.36	209.35	471.28
增长率(%)	112.72	-148.43	492.36	125.12
EPS(元/股)	0.47	-0.12	0.48	1.09
市盈率(P/E)	37.57	—	22.88	10.16
市净率(P/B)	3.91	4.76	2.17	1.78

资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价为2023年4月26日收盘价11.07元

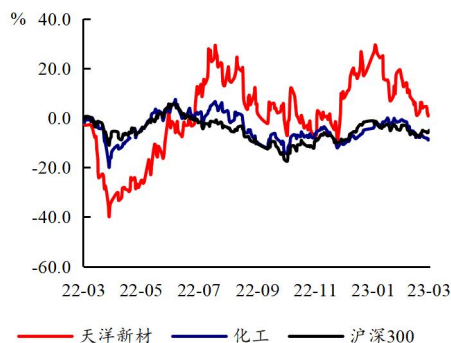
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

作者姓名 燕楠  
资格证书 S1710521120001  
电子邮箱 yann806@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	432.67
流通A股/B股(百万股)	432.67/0.00
资产负债率(%)	50.80
每股净资产(元)	3.22
市净率(倍)	3.87
净资产收益率(加权)	2.46
12个月内最高/最低价	17.41/9.13

## 相关研究

## 正文目录

1. 公司：环保粘接先行企业，盈利能力持续增强 .....	4
1.1. 把握行业机遇，业务齐头并进 .....	4
1.2. 四大业务板块，销量屡创新高 .....	5
1.3. 营收节节走升，盈利有望修复 .....	8
2. 行业：光伏迎景气周期，胶粘剂需求向好 .....	10
2.1. 光伏胶膜：需求强劲，景气上行 .....	10
2.1.1. 双玻组件应用扩大，POE 胶膜占比提升 .....	10
2.1.2. 头部主导，终端高增 .....	13
2.2. 电子胶：国产替代中，需求向好 .....	15
2.3. 热熔胶：“绿色胶粘剂”，环保优势突出 .....	16
3. 优势：扩产贡献业绩增量，研发构筑技术壁垒 .....	18
3.1. 推进在建项目，打开成长空间 .....	18
3.1.1. 光伏膜：扩产+优化产品结构，紧抓行业机遇 .....	18
3.1.2. 电子胶：扩产+整合业务板块，进口替代进行时 .....	19
3.2. 产品系列完整，技术优势显著 .....	20
4. 盈利预测 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1. 天洋新材历史沿革 .....	4
图表 2. 截至 2023 年 3 月公司股权结构情况 .....	5
图表 3. 公司主要产品种类及应用情况 .....	6
图表 4. 2018-2022Q1-Q3 公司光伏封装胶膜产销量情况 .....	6
图表 5. 2020-2022Q1-Q3 公司电子胶产销量情况 .....	7
图表 6. 2020-2022Q1-Q3 公司热熔胶产销量情况 .....	7
图表 7. 2020-2022Q1-Q3 公司热熔墙布及窗帘产销量情况 .....	8
图表 8. 2018-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速 .....	9
图表 9. 2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速 .....	9
图表 10. 2022 年前三季度公司产品营业收入拆分 .....	9
图表 11. 2021 年公司产品毛利润拆分 .....	9
图表 12. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率 .....	10
图表 13. 2018-2022Q1-Q3 公司三费总费用率呈下降趋势 .....	10
图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司三费费率细分情况 .....	10
图表 15. 封装胶膜为光伏组件核心材料之一 .....	11
图表 16. 目前主流光伏组件封装胶膜性能对比 .....	12
图表 17. 2019-2022 年我国单面及双玻组件市占率 .....	13
图表 18. 2018-2022 年我国光伏胶膜细分品种市场占有率 .....	13
图表 19. 2021 年我国光伏胶膜行业各企业市占率 .....	13
图表 20. EVA 胶膜、POE 胶膜生产工艺流程情况 .....	14
图表 21. 2018-2022 年我国光伏新增装机量 .....	14
图表 22. 2018-2022 年我国光伏组件产量 .....	14
图表 23. 2018-2022 年我国光伏胶膜需求量测算 .....	15
图表 24. 电子胶产品种类众多 .....	15
图表 25. 2015-2021 年全球智能可穿戴设备出货量 .....	16
图表 26. 2015-2021 年全球可穿戴设备市场规模 .....	16
图表 27. 汽车用电子胶粘剂 .....	16

图表 28. 2016-2020 年我国智能网联汽车产业规模 .....	16
图表 29. 热熔胶按照基料不同的产品分类 .....	17
图表 30. 公司在建光伏胶膜项目一览 .....	18
图表 31. 公司子公司信泰永合（烟台）新材料有限公司增资、收购前后股权结构图 .....	20
图表 32. 公司产品系列完整 .....	21
图表 33. 2018-2022 年前三季度公司研发投入情况 .....	21
图表 34. 2018-2022H1 公司新增国家授权专利 .....	21
图表 35. 公司主营业务收入预测（亿元） .....	22

## 1. 公司：环保粘接先行企业，盈利能力持续增强

### 1.1. 把握行业机遇，业务齐头并进

公司为国内领先的环保粘接材料生产商。公司是热塑性高分子粘接材料及其应用制品的专业供应商，专注于各类热塑性环保粘接材料的研发、生产及销售。目前公司是国内最大的 PA、PES 热熔胶产品生产企业之一。公司践行环保粘接的理念，主要产品包括热塑性环保粘接材料和反应型环保粘接材料，被广泛应用于服装、汽车、光伏能源、家用纺织、电子电器、工业过滤等领域。

历经二十余载研发积累，业务范围逐步扩大。公司自 2002 年成立以来，不断发展壮大，成为专业生产环保热熔粘接材料的高新技术企业。2009 年公司启动热熔胶延伸项目、网膜胶膜等新项目。同时公司一直非常重视技术研发投入和提高自主创新能力。2015 年发明了四层结构热熔网膜无缝墙布。2017 年被认定为上海市市级企业技术中心，加入上海市企业技术中心创新联盟，并于同年在上交所上市。公司不断扩展业务范围，2017 年收购烟台信友，将业务范围扩大到微电子胶粘剂领域。2018 年公司启动天洋窗帘项目。2019 年以来公司不断扩大光伏封装胶膜产能。

图表 1. 天洋新材历史沿革



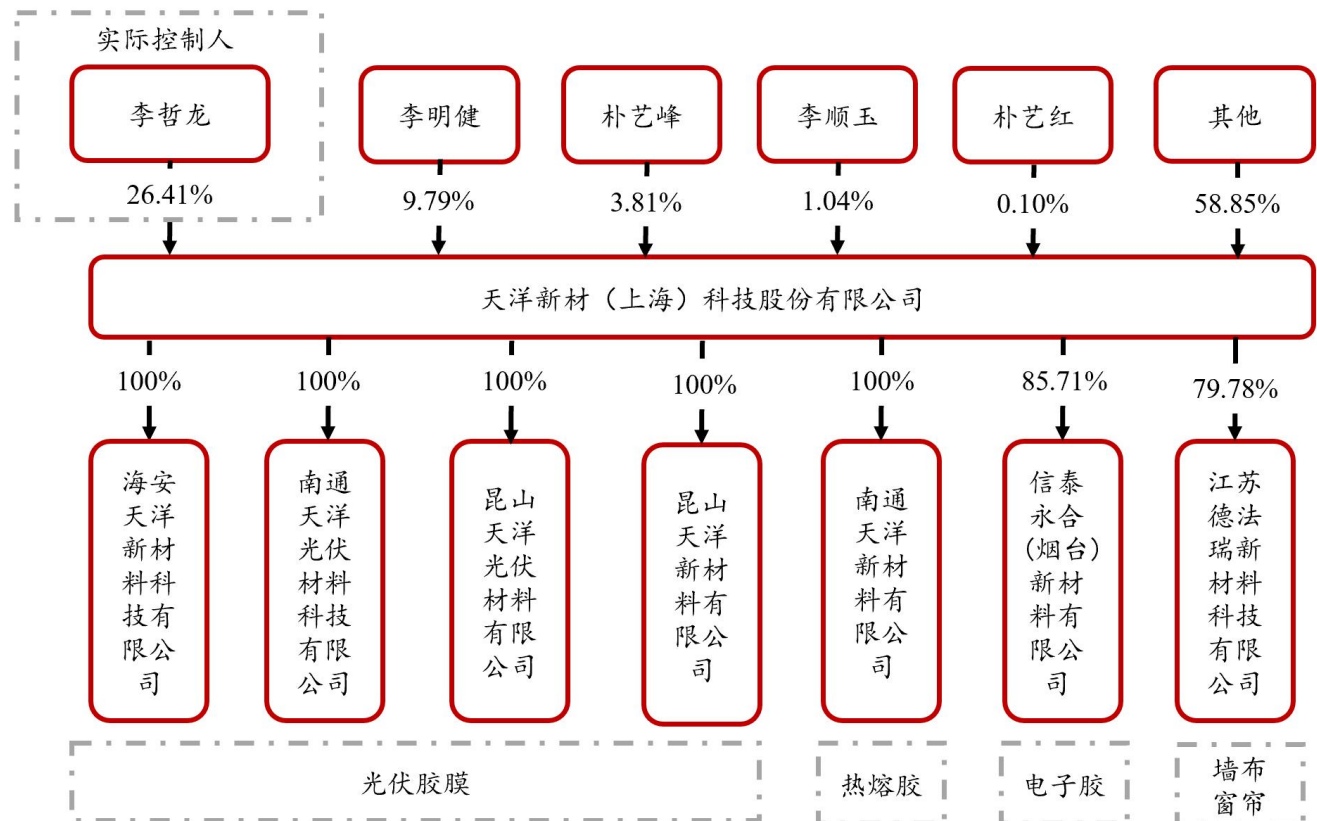
资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

**公司实际控制人为李哲龙。**李哲龙持有公司 26.41%的股份，为公司实际控制人及控股股东。其子李明健持有公司 9.79%的股份，其妻朴艺峰持有公司 3.81%的股份，其姐李顺玉持有公司 1.04%的股份。此外，2021 年底公司相继在昆山、如东、海安和烟台成立新的子公司，包括昆山天洋光伏材料有限公司、南通天洋光伏材料科技有限公司、海安天洋新材料科技有限公司、信泰永合(烟台)新材料有限公司。

**公司子公司业务布局清晰明确。**昆山天洋光伏材料有限公司、海安天洋新材料科技有限公司和南通天洋光伏材料科技有限公司均负责公司光伏

胶膜的生产、研发及销售。信泰永合(烟台)新材料有限公司负责公司电子胶的生产、研发及销售。昆山天洋新材料有限公司负责光伏胶膜、网胶膜的生产、研发及销售。南通天洋新材料有限公司负责热熔胶胶粉、胶粒的生产、研发及销售。江苏德法瑞新材料科技有限公司负责墙布、窗帘的生产与研发，其全资子公司上海惠平文化发展有限公司负责墙布、窗帘的销售管理。

图表 2. 截至 2023 年 3 月公司股权结构情况



资料来源：公司公告，企查查，东亚前海证券研究所

## 1.2. 四大业务板块，销量屡创新高

**公司产品应用领域广泛。**公司主要产品包括四类，分别为热熔胶、太阳能封装胶膜、墙布及电子胶黏剂产品。公司产品具有无毒、无味、不含溶剂的环保特点，粘接迅速且适用于不同材料之间的粘接。热熔胶产品目前主要应用于服装衬布、鞋材的制造、汽车内饰粘接、面料复合等；太阳能封装胶膜产品用于太阳能电池组件封装；四层结构墙布、窗帘用于建筑内饰、家居等；电子胶黏剂用于智能可穿戴设备与手机等传统移动智能终端、汽车电子、传统消费电子设备等。



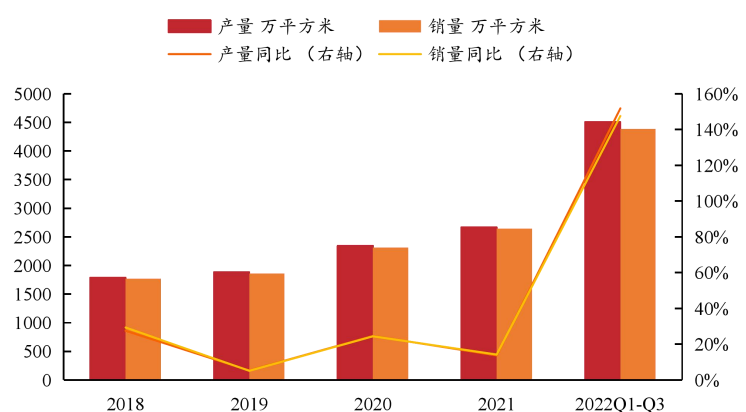
图表 3. 公司主要产品种类及应用情况

公司产品种类	细分产品	公司产品主要应用领域
热熔胶	PA、PES、TPU 或 PO	服装衬布制造、面料复合，装饰饰品的粘接，鞋材、无纺布、皮革制品复合，汽车内饰，转移印花，包装材料，粉末涂料，鞋帽、皮件的制作等
太阳能封装胶膜	传统的 EVA 胶膜、白膜、POE 膜及 EPE 膜	应用于光伏组件封装的层压环节，覆盖于电池片上下两面，与上层玻璃、下层背板（或玻璃）通过真空层压技术合为一体，构成电池封装组件
热熔墙布	四层结构墙布、窗帘	建筑内饰、家居等。四层结构专利，透气、环保、无味，“8 小时焕新家”
电子胶黏剂	-	智能可穿戴设备与手机等传统移动智能终端、汽车电子、传统消费电子设备等

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

光伏胶膜方面，2022 前三季度公司光伏封装胶膜产销量大幅提升。受益于光伏行业发展及公司产能的不断扩张，叠加 2021 年公司与海内外原料供应商韩华道达尔株式会社、乐天化学、斯尔邦、浙石化等确立了合作关系，保障了原料的供应，带动公司光伏封装胶膜产销量大幅提升。2022 年前三季度公司光伏封装胶膜产量、销量分别为 4508.15 万平方米、4384.4 万平方米，分别同比增长 151.87%、147.62%。

图表 4. 2018-2022Q1-Q3 公司光伏封装胶膜产销量情况

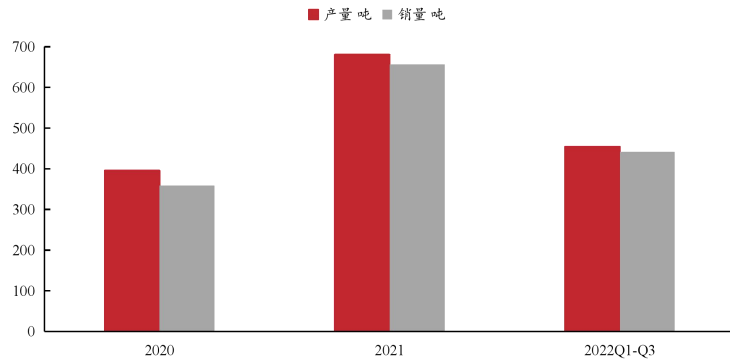


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

电子胶方面，公司不断拓宽优质电子胶领域客户。2021 年公司在工控行业与汇川技术达成合作；在影像模组领域，紫外光和热双固化胶粘剂取得了技术上的新突破，得到富士康科技集团的认可；在汽车电子领域与华生电机加深合作；在家电、电器行业，与公牛集团、方太集团、美的集团等企业达成合作。2021 年公司电子胶产量、销量分别为 680.72 吨、656.77 吨，分别同比增长 71.97%、83.3%；2022 年前三季度产量、销量分别为 454.64 吨，分别同比增长 71.97%、83.3%。

吨、441.83 吨，同比 2021 年略有降低。

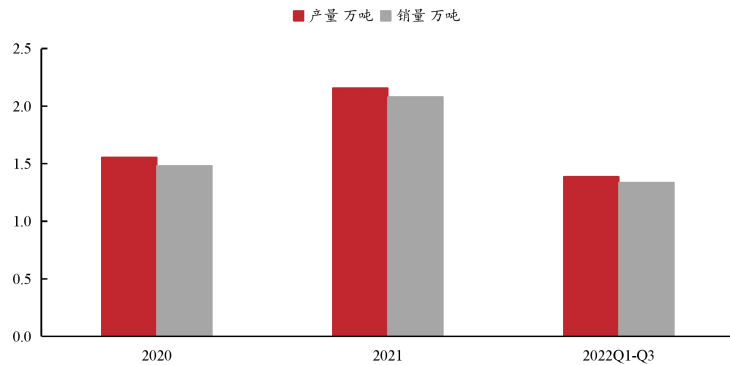
图表 5. 2020-2022Q1-Q3 公司电子胶产销量情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

热熔粘接材料方面，公司热熔环保粘接材料市场份额高速提升。公司热熔环保粘接材料包括胶粉粒业务、网胶膜业务、PUR 业务。根据公司公告，公司在热熔环保粘接材料市场占有率从 2020 年的约 30%提升至 2021 年 40%左右。同时公司热熔胶产销量亦实现稳步增长，2021 年产量、销量分别为 2.2 万吨和 2.1 万吨，同比增长 38.7%和 40.3%；2022 年前三季度产量、销量分别为 1.4 万吨、1.3 万吨。

图表 6. 2020-2022Q1-Q3 公司热熔胶产销量情况

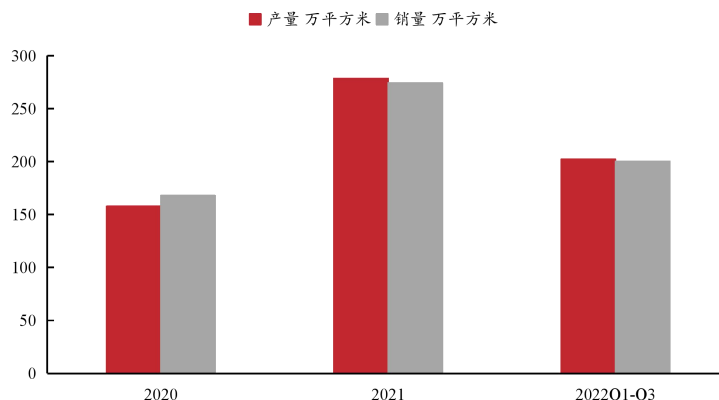


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

热熔墙布方面，公司持续推进热熔墙布、窗帘产品渠道建设和品牌宣传。公司独创四层复合的热熔网膜墙布不含甲醛、苯等危害人体的挥发物质，可实现不搬家换新房，做到“8 小时焕新家”。公司环保家居事业部加快全国核心城市的布局。截至 2021 年底，公司合计加盟商达 496 家，全国线下门店已达 500 余家，并与红星美凯龙达成战略合作。2022 年上半年公司实现新开发 65 家加盟商。公司同步布局高端物业，与保利、碧桂园等达成战略联盟。同时继续新零售及全媒体传播渠道铺设，带动公司热熔墙布、窗帘产销量迅速提升。2021 年公司热熔墙布及窗帘的产量、销量分别为 278.4 万平方米、274.1 万平方米，分别同比增长 76.6%、63.4%；2022 年前

三季度产量、销量分别为 202.2 万平方米、200.2 万平方米。

图表 7. 2020-2022Q1-Q3 公司热熔墙布及窗帘产销量情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

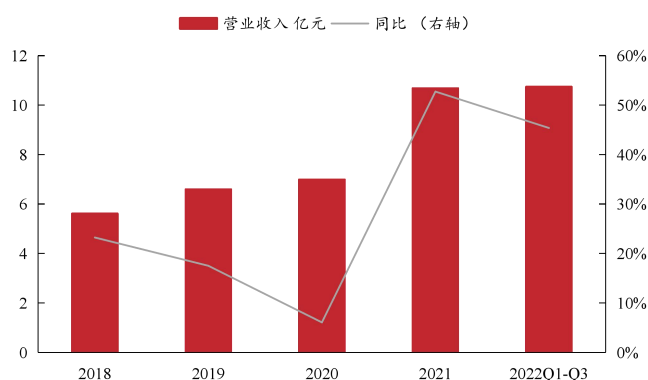
### 1.3. 营收节节走升，盈利有望修复

**营收稳步增长，2021 年归母净利润大幅提升的原因资产处置。** 2018-2021 年公司营业收入从 5.61 亿元增长至 10.68 亿元，年均复合增长率为 23.9%，其中 2021 年同比增长 52.7%；2022 年前三季度营业收入为 10.7 亿元，同比增长 45.4%。2021 年公司归母净利润为 1.1 亿元，同比增长 112.7%，主要系公司全资子公司昆山天洋处置资产在合并层面增加净利润约 0.55 亿元，剔除后归母净利润约为 0.55 亿元，同比增长 5.8%。

**原材料价格大幅波动是 2022 年公司归母净利润下降的主要原因。** 根据公司公告，2022 年公司预计实现销售收入约 14.2 亿元，同比增长约 33%，增量主要来源于光伏封装胶膜。2022 年公司光伏封装胶膜销售收入同比增长约 125%，约 7.29 亿元；归母净利润-0.46 亿元到-0.57 亿元，同比下降约 142%-152%，主要系原料 EVA 粒子成本向下传导不及预期，导致光伏封装胶膜毛利下降，进而拉低整体毛利，造成净利润减少。同时 2022 年末原料 EVA 粒子价格大幅下跌，公司根据相关企业会计准则对该部分存货计提跌价处理，导致净利润下降。

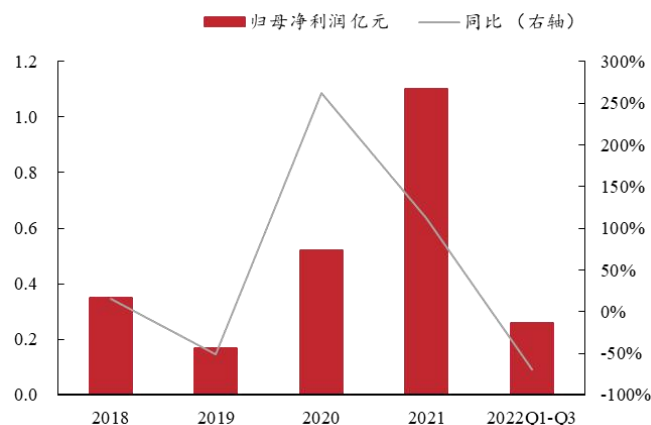


图表 8. 2018-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

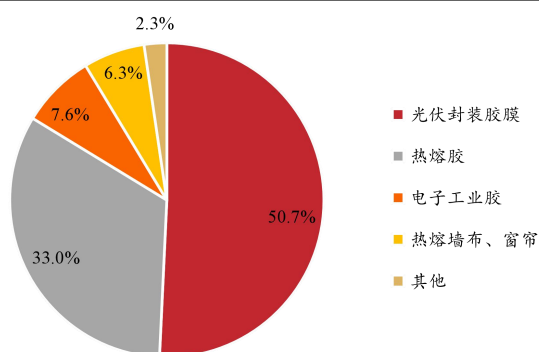
图表 9. 2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

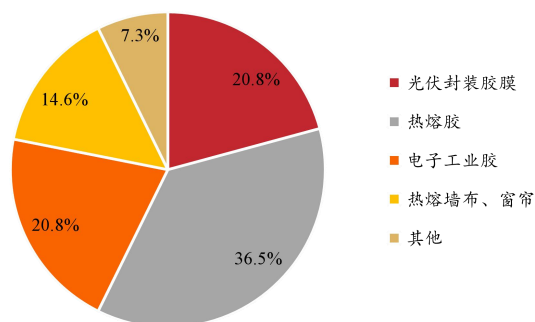
光伏封装胶膜与热熔胶为公司主要业绩来源。营业收入方面，2022 年前三季度公司光伏封装胶膜和热熔胶营业收入占比分别为 50.7%、33.0%，合计达 83.7%。其中公司光伏封装胶膜营业收入涨幅较大，2022 年前三季度该业务收入为 5.5 亿元，较 2021 年全年上涨 68.2%。毛利润方面，2021 年公司热熔胶、光伏封装胶膜、电子胶毛利润占比分别为 36.5%、20.8%、20.8%，合计达 78.1%，贡献了公司的主要毛利润。

图表 10. 2022 年前三季度公司产品营业收入拆分



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

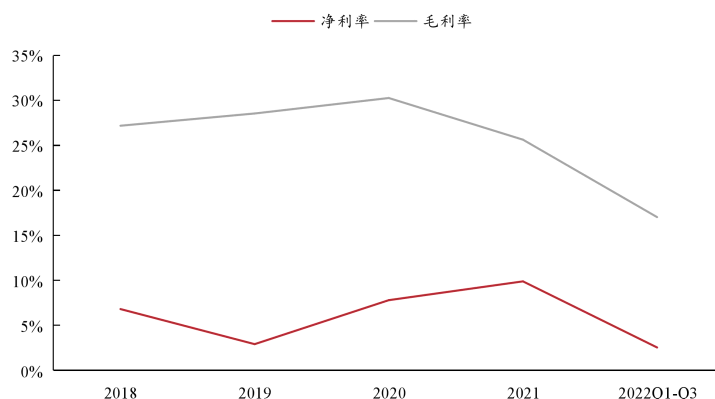
图表 11. 2021 年公司产品毛利润拆分



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

原材料价格上涨导致公司毛利率有所回落。毛利率方面，2021 年受主要原材料价格上涨影响，公司毛利率为 25.64%，同比下降 4.6pct；2022 年前三季度毛利率为 17.0%，同比下降 7.8pct。净利率方面，2021 年公司净利率为 9.9%，同比提升 2.1pct，主要系公司全资子公司昆山天洋处置资产在合并层面增加净利润约 0.55 亿元。2022 年前三季度公司净利率为 2.5%，同比下降 8.8pct。未来随着光伏封装胶膜原材料价格回落，公司盈利能力有望回升。

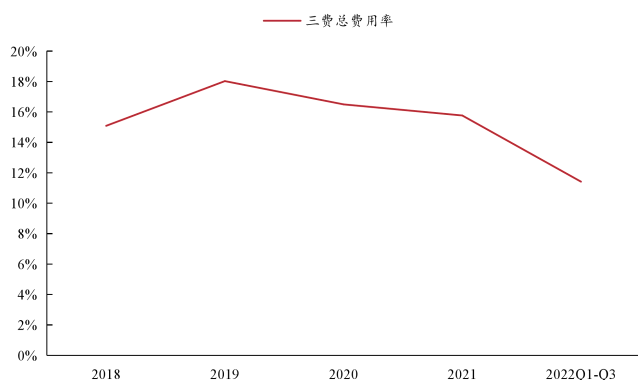
图表 12. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

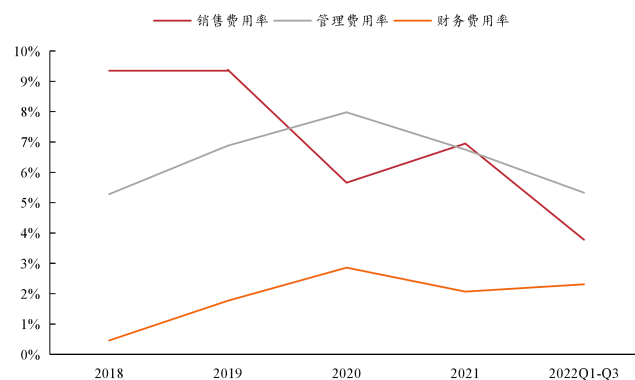
公司三费总费用率控制良好。2019-2021 年公司三费总费用率持续下降，从 18.03%下降至 15.77%，下降 2.26pct；2022 年前三季度公司三费总费用率为 11.42%，较 2021 年全年水平进一步下降，公司运营能力持续增强。从细分费用来看，2022 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.78%、5.33%、2.31%，销售费用率、管理费用率分别较 2021 年全年下降 3.17pct、1.42pct，财务费用率较 2021 年全年增加 0.24pct，公司规模效应不断提高，成本控制能力良好。

图表 13. 2018-2022Q1-Q3 公司三费总费用率呈下降趋势



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司三费费率细分情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

## 2. 行业：光伏迎景气周期，胶粘剂需求向好

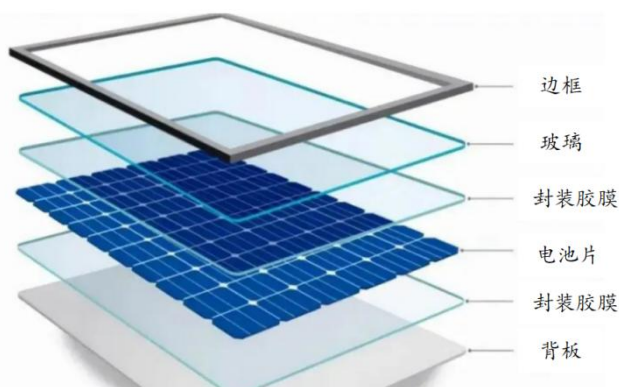
### 2.1. 光伏胶膜：需求强劲，景气上行

#### 2.1.1. 双玻组件应用扩大，POE 胶膜占比提升

封装胶膜是光伏组件的核心组成材料之一。光伏组件的组成材料包括电池片、封装胶膜、玻璃、背板和边框。其中封装胶膜可保护太阳能电池片，进而延长光伏组件的使用寿命。根据海优新材招股说明书，封装胶膜

需要保证光伏组件使用寿命达 25 年。同时封装胶膜需要使得阳光能最大限度的到达电池片，进而提升光伏组件的发电效率。

图表 15. 封装胶膜为光伏组件核心材料之一



资料来源：艾邦光伏网，东亚前海证券研究所

光伏封装胶膜主要包含四大类，其中 POE 胶膜具备高阻水和高抗 PID 性能。目前市场上主流的封装胶膜包括透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、POE 胶膜和 EPE 胶膜：

目前透明 EVA 胶膜使用较广。透明 EVA 胶膜发展最早，技术工艺已成熟，是目前市场上使用较广泛的材料，主要用于光伏组件双玻封装或者正面封装。透明 EVA 胶膜与玻璃和背板的粘结性好，具有高透光率、高抗紫外湿热黄变性、抗蜗牛纹等特性。

白色 EVA 胶膜可提高组件发电效率。白色 EVA 胶膜通过在透明 EVA 胶膜的基础上添加白色调料进行预处理制备而成，能够有效地提升太阳光线的反射率，减少光线折损率，使得太阳能电池可利用被反射的光线进行发电，进而提升了光伏组件的发电效率。根据海优新材招股说明书数据，在双玻组件的下层封装中，采用白色增效 EVA 胶膜替换透明 EVA 胶膜，可使每块光伏组件的功率增益 7-10W。目前白色 EVA 胶膜主要用于光伏组件背面封装。

POE 胶膜兼具高水汽阻隔和高抗 PID 性能。相较于 EVA 胶膜，POE 胶膜在耐老化性、低水汽透过率以及抗 PID 方面表现更优异。根据孙泽洋等在《EVA 与 POE 在双玻组件的使用探讨》一文中分析，POE 胶膜的水汽透过率仅为 EVA 胶膜的 1/8 左右，且 POE 胶膜具有稳定的分子结构，在老化的过程中不会产生酸性物质，因此其具备优异的抗老化性能，适用于双玻组件或 N 型组件封装。但目前 POE 胶膜仍存在抗滑性、组件生产效率较低等缺点。

EPE 胶膜兼顾了 POE 胶膜和 EVA 胶膜的优良性能。EPE 胶膜又称共挤型 POE 胶膜，是采用共挤工艺将 POE 树脂和 EVA 树脂挤出制备而成。EPE 胶膜既具有 POE 胶膜的高水汽阻隔性能和高抗 PID 性能，又具有 EVA

材料良好的工艺匹配性，主要用于双玻组件或N型组件封装。

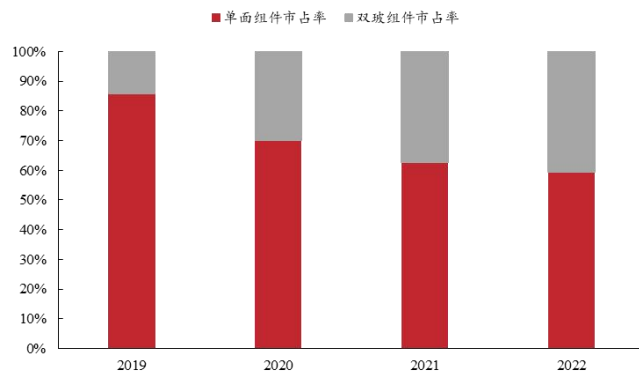
图表 16. 目前主流光伏组件封装胶膜性能对比

类别	主要原料	应用	特点	图示
透明 EVA 胶膜	EVA 树脂	用于光伏组件双玻封装或正面封装	高透光率，高抗紫外湿热黄变性，抗蜗牛纹；与玻璃和背板的粘结性好，因此工艺匹配性较好	
白色 EVA 胶膜	EVA 树脂白色填料	用于光伏组件背面封装	具有高反射率，提高太阳能组件的发电效率	
POE 胶膜	POE 树脂	用于双玻组件或 N 型组件封装	更好的耐老化性，更低的水蒸汽透过率，抗 PID 能力强；组件生产效率较低、抗滑性较低	
EPE 胶膜	POE 树脂+EVA 树脂		具备 POE 材料的高阻水性和高抗 PID 性能，同时也具备 EVA 材料的双玻组件高成品率的层压工艺特性	

资料来源：海优新材招股说明书，福斯特可转债上市公告书，东亚前海证券研究所

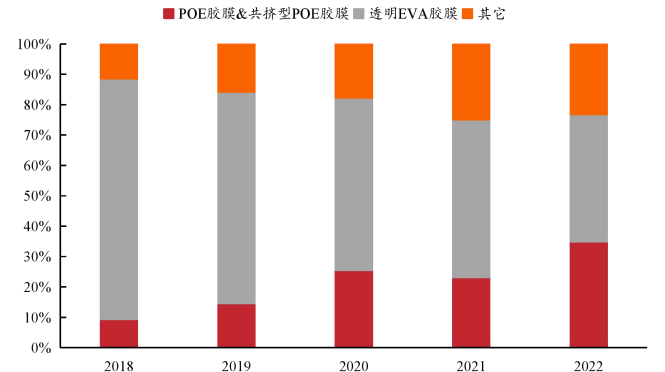
光伏组件升级迭代带动胶膜需求结构转换，双玻组件的应用持续扩大 POE 胶膜和共挤型 POE 胶膜市场空间。光伏平价上网带动光伏组件降本增效，市场对高效产品的需求越来越旺盛，推动光伏电池片更新迭代。相较于单面组件，双玻组件具备生命周期更长、发电效率高、火灾隐患较低等优势。近年来，我国双玻组件的市占率从 2019 年的 14% 提升至 2022 年的 40.4%，提升 26.4pct。CPIA 预计到 2024 年我国双玻组件的市占率将超 50%，成为市场主流。电池片技术升级迭代对光伏封装胶膜提出了更高的要求，引领光伏胶膜需求结构转换。2018-2022 年我国 POE 胶膜和共挤型 POE 胶膜合计市占率从 9.3% 上升至 34.9%，提升 25.6pct。未来随着双玻组件市场占比的提升，POE 胶膜和共挤型 POE 胶膜市占率有望进一步上行。

图表 17. 2019-2022 年我国单面及双玻组件市占率



资料来源：CPIA，东亚前海证券研究所

图表 18. 2018-2022 年我国光伏胶膜细分品种市场占有率



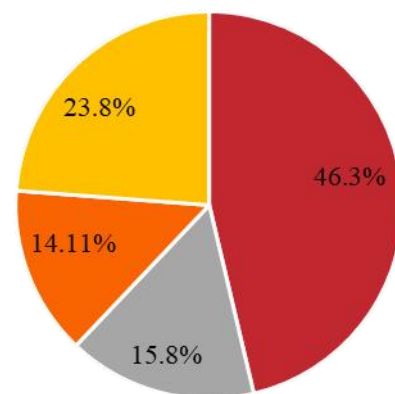
资料来源：CPIA，东亚前海证券研究所

### 2.1.2. 头部主导，终端高增

我国光伏胶膜行业集中度较高，CR3 为 76.2%。2021 年我国光伏胶膜行业市占率排名前三的企业分别为福斯特、斯威克、海优新材，市占率合计达 76.2%。其中福斯特市占率最高，达 46.3%，其次为斯威克和海优新材，市占率分别为 15.8%和 23.8%。

图表 19. 2021 年我国光伏胶膜行业各企业市占率

■ 福斯特 ■ 斯威克 ■ 海优新材 ■ 其他



资料来源：海优新材公告，东亚前海证券研究所

EVA 胶膜和 POE 胶膜生产工艺流程相似，主要区别在于配方的不同。EVA 胶膜和 POE 胶膜生产工艺流程均包括造粒、搅拌混和、挤出、切边收卷等。光伏胶膜的制造属于配方型工艺，即通过调整配方以及部分生产流程可以实现胶膜产品升级，因此光伏胶膜行业属于轻资产行业，EVA 胶膜企业在拥有 POE 胶膜配方后能够较为快速的切入 POE 胶膜行业。



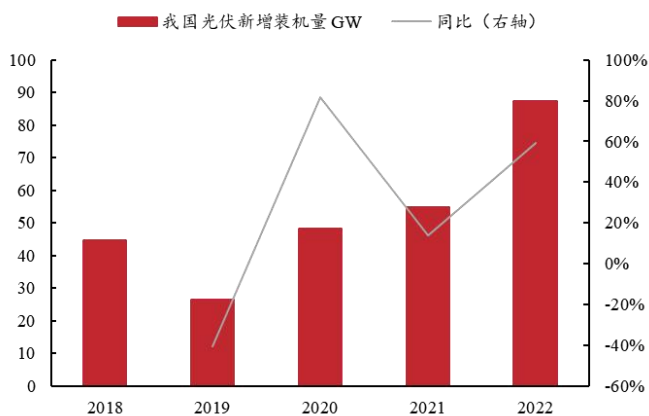
图表 20. EVA 胶膜、POE 胶膜生产工艺流程情况



资料来源：海优新材招股说明书，东亚前海证券研究所

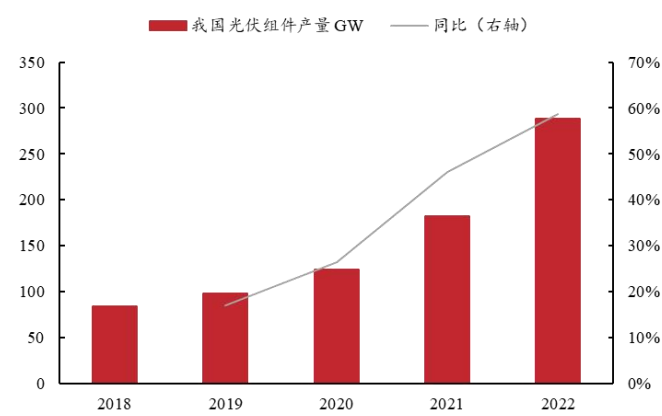
“双碳”背景下，我国光伏组件产量持续提升，2018-2022 年 CAGR 达 36%。在“双碳”背景下，我国光伏新增装机容量快速增长，从 2019 年的 26.52GW 增长至 2022 年的 87.41GW，年均复合增长率为 48.82%，其中 2022 年同比增长 59.1%。光伏新增装机容量持续提升带动光伏组件产量稳步增长。我国光伏组件产量从 2018 年的 84.3GW 增长至 2022 年的 288.7GW，年均复合增长率达 36%。

图表 21. 2018-2022 年我国光伏新增装机量



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

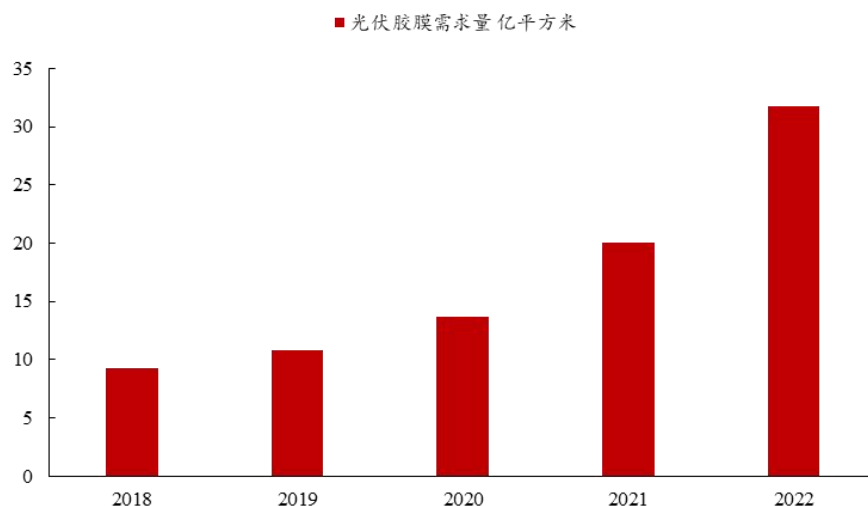
图表 22. 2018-2022 年我国光伏组件产量



资料来源：CPIA，东亚前海证券研究所

光伏组件产量增长带动光伏胶膜需求上行，我们测算 2022 年我国光伏胶膜需求量为 31.8 亿平方米。根据海优新材公司公告数据，1GW 光伏组件约对应 1100 万平方米的光伏胶膜。根据上述 CPIA 公布的光伏组件数据进行测算，得出 2018-2022 年我国光伏胶膜需求量。2018-2022 年我国光伏胶膜需求量从 9.3 亿平方米增长至 2022 年的 31.8 亿平方米。未来随着光伏组件产量持续提升，光伏封装胶膜需求有望进一步上行。

图表 23. 2018-2022 年我国光伏胶膜需求量测算



资料来源：CPIA、海优新材公司公告，东亚前海证券研究所测算

## 2.2. 电子胶：国产替代中，需求向好

产品种类众多，下游应用广泛。电子胶主要用于电子元器件的粘接、密封、灌封和涂覆。根据应用领域的不同，电子胶可划分为 PUR 反应型热熔胶、摄像模组用胶、VCM 马达用胶、Coating 用胶、背光模组用胶、电机用胶、SMT 组装用胶、结构组装用胶等。电子胶被广泛应用于电子工业的生产制造中。

图表 24. 电子胶产品种类众多



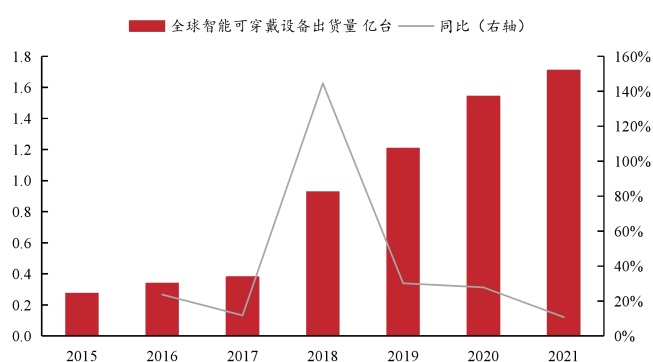
资料来源：天洋新材公司官网，东亚前海证券研究所

国外企业垄断，进口替代空间广阔。相较于欧美国家，我国电子胶粘剂行业起步较晚，目前电子胶行业主要被德国汉高、美国道康宁、美国富乐等企业垄断，国产替代空间广阔。受益于国家产业政策支持、市场需求

增加等，国内具备较强研发实力的胶粘剂企业正逐步进行进口替代。

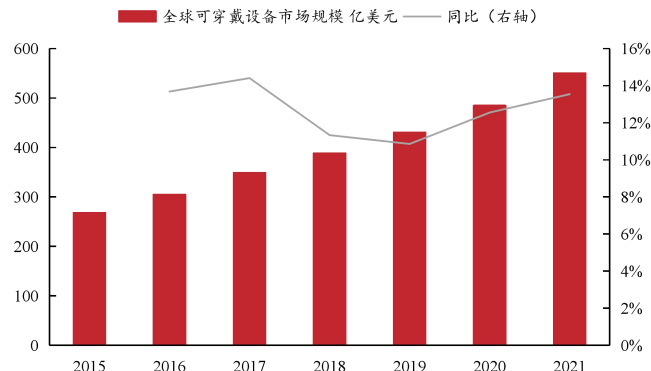
**智能穿戴设备构筑万物互联的数据入口，有望贡献电子胶需求增量。**  
作为万物互联的数据入口，智能穿戴设备发挥着重要作用。智能穿戴设备需求增长可带动导热类胶粘剂材料、三防涂覆材料、结构类粘接的胶粘剂需求上行。近年来，全球智能穿戴设备出货量和市场规模持续上行。2015-2021年，全球可穿戴设备出货量从0.27亿台增长至1.71亿台，年均复合增长率为35.7%；市场规模从268.35亿美元增长至550.61亿美元，年均复合增长率为12.7%。

图表 25. 2015-2021 年全球智能可穿戴设备出货量



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 26. 2015-2021 年全球可穿戴设备市场规模



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

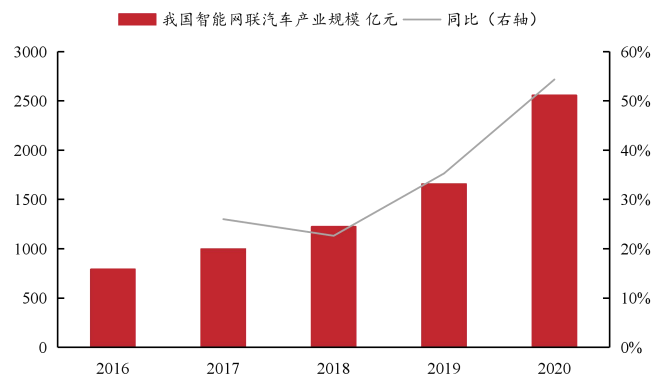
**汽车智能化扩大汽车电子应用场景，带动电子胶需求增长。**2016年以来，我国智能网联汽车产业规模持续增长，从2016年的792亿元增长至2020年的2556亿元，年均复合增长率为34.03%。iResearch预计2022年我国智能网联汽车产业规模将超3500亿元。随着汽车智能化程度的不断提升，汽车电子的应用场景将进一步扩大，有望带动电子胶需求增长。

图表 27. 汽车用电子胶粘剂



资料来源：烟台信友新材料有限公司官网，东亚前海证券研究所

图表 28. 2016-2020 年我国智能网联汽车产业规模



资料来源：iResearch，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

## 2.3. 热熔胶：“绿色胶粘剂”，环保优势突出

热熔胶为绿色环保高分子胶粘剂，产品种类众多。热熔胶粘剂在生产

和应用过程中均无溶剂，具有无毒、无味、环保的特性，被称为“绿色胶粘剂”。热熔胶产品种类众多，PA 热熔胶具有良好的粘合性，可广泛应用于多种材料的粘接；PES 热熔胶熔融温度高，在纺织、制鞋等行业均得到了广泛应用；TPU 热熔胶弹性好且耐磨，特别适合于鞋类和织物粘接；PE 热熔胶粘接性能好，可用于纸盒包装、食品包装容器密封；PP 热熔胶对聚烯烃材料有良好的粘结力，可用于粘接聚丙烯、木材等；EVA 热熔胶能粘附许多不同性质的基材，可用于印刷、家具、制鞋等行业；EEA 热熔胶具有很高的剪切破坏温度和低温韧性，对于非极性基材的粘结非常适合，可用于烯烃类聚合物的粘合。

图表 29. 热熔胶按照基料不同的产品分类

热熔胶粘剂种类	产品特点	应用领域
PA 热熔胶	软化点高、熔融温度范围窄，快速固化、抗粘连，具有良好的粘合性、耐油性、低温性、耐干湿性	可广泛应用于多种材料的粘接，如织物、塑料、皮革、金属、陶瓷、玻璃、木材、纸品等，在服装、制鞋、家具、机械、电气、家电等行业得到广泛应用
PES 热熔胶	熔融温度高，具有优良的耐热性、耐寒性、热稳性、织物整理、服装立体印花、代替缝纫工艺等；在制鞋工业中定性，耐水性、耐冲击性、耐化学性、弹性较好，用于粘接鞋帮和大底，粘接强度高；由于产品对皮革的粘接强度使用温度范围宽，同时具有优良的耐介质性和电绝缘性	在纺织工业中用于制造服装粘合衬、无纺布、地毯背衬、静电植吸塑包装、制造复合膜；在食品包装行业作为粉末涂料用于食品包装罐的焊缝及内涂等
TPU 热熔胶	弹性好，耐低温、耐磨、耐油，粘合力大，固化速度快	特别适合于鞋类和织物粘接，可用于纺织、制鞋、书籍无线装订、食品包装、木材加工、建筑、汽车构件粘接
PE 热熔胶	粘接性能好，易粘接多孔性表面	纸箱、纸盒包装、食品包装容器密封、无纺布制作、地毯拼缝胶粘带、汽车地毯衬背、服装衬布粘接
PP 热熔胶	耐酸、耐碱、耐溶剂，有一定弹性，对聚烯烃材料有良好的粘结力	可用于粘接聚丙烯、木材、铝箔、纸类、纸包装、地毯衬背、纸张复合、填隙
EVA 热熔胶	具有优异的粘接性、柔软性、加热流动性和耐寒性，粘附力强、膜强度高、用途广，能粘附许多不同性质的基材，熔融粘度低，施胶方便	可用于印刷、家具、制鞋、地毯、包装、服装、电子、五金、建筑、车辆、电器、玩具等行业
EEA 热熔胶	具有很高的剪切破坏温度和低温韧性，以及对非极性基材有优良的粘合力	可用于烯烃类聚合物的粘合，如领衬、金属表面防护层、地毯背衬

资料来源：天洋新材招股说明书，东亚前海证券研究所

溶剂型胶粘剂销量持续下降，热熔胶等环保型胶粘剂市场占比有望提升。“双碳”政策促进我国企业对 VOC 排放以及有害物质排放的限制不断提升。在胶粘剂行业领域，行业标准逐步趋于严格，新的行业标准将对有害物质限量标准作进一步限制。传统溶剂型胶粘剂制品对环境污染严重，将不断被替代，溶剂型胶粘剂销量已经连续 9 年下降。热熔型、无溶剂型、紫外光固化型、高固含量型等环境友好型胶粘剂产品的研发将成为大势所趋，环保型胶粘剂市场占比将得到快速的提升。

### 3. 优势：扩产贡献业绩增量，研发构筑技术壁垒

#### 3.1. 推进在建项目，打开成长空间

##### 3.1.1. 光伏膜：扩产+优化产品结构，紧抓行业机遇

公司在建光伏封装胶膜产能为 4.5 亿平方米/年，项目投产后公司光伏封装胶膜产能有望达约 5.1 亿平方米/年：

**昆山生产基地已实现投产。**公司昆山生产基地新建年产 1.5 亿平方米的光伏膜项目，包括年产 1.25 亿平方米的透明 EVA 胶膜和年产 0.25 亿平方米的 POE/EPE 胶膜，合计生产线为 20 条。公司计划 2022 年完成 14 条生产线的安装测试，对应约 1 亿平方米/年的光伏封装胶膜。2022 年上半年公司已完成 8 条生产线的安装测试，对应设计产能约 6720 万平方米，计划 2022 年三季度将完成另 6 条生产线的安装测试。截至 2023 年 2 月，公司昆山基地已实现投产，产线持续调试中。

**南通基地和海安基地新建光伏封装胶膜项目预计于 2023 年下半年陆续投产。**公司南通基地年产 1.5 亿平方米的太阳能封装胶膜项目已开始建设，包括年产 0.6 亿平方米的透明 EVA 胶膜、年产 0.6 亿平方米的白色增效 EVA 胶膜、年产 0.3 亿平方米的 POE/EPE 胶膜，预计 2023 年下半年陆续交付使用。公司海安基地年产 1.5 亿平方米的光伏膜项目包括年产 0.9 亿平方米的透明 EVA 胶膜和年产 0.6 亿平方米的 POE/EPE 胶膜，预计 2024 年投产。公司现有生产线以生产透明 EVA 胶膜为主，届时有望扩大白色增效 EVA 胶膜、POE 胶膜和 EPE 胶膜生产能力，满足下游客户对产品多样化的需求，有利于增强公司竞争优势，打开业绩增长空间。

图表 30. 公司在建光伏胶膜项目一览

项目	投资总额 (亿元)	建设内容	产能(亿平 方米/年)	建设进度
昆山天洋年产 1.5 亿平方米光伏膜项目	2.3	15 条透明 EVA 胶膜生产线	1.25	截至 2023 年 2 月，昆山基地实现投产
		5 条 POE/EPE 胶膜生产线	0.25	
		7 条透明 EVA 胶膜生产线	0.6	在建，预计
南通天洋太阳能封装胶膜项目	5.3	7 条白色增效 EVA 胶膜生产线	0.6	2023 年下半年投产
		6 条 POE/EPE 胶膜生产线	0.3	
海安天洋年产 1.5 亿平方米光伏膜项目	4.6	10 条透明 EVA 胶膜生产线	0.9	预计 2024 年投产
		10 条 POE/EPE 胶膜生产线	0.6	
透明 EVA 胶膜	-	32 条	2.75	-
合计 POE/EPE 胶膜	-	21 条	1.15	-
白色增效 EVA 胶膜	-	7 条	0.6	-

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

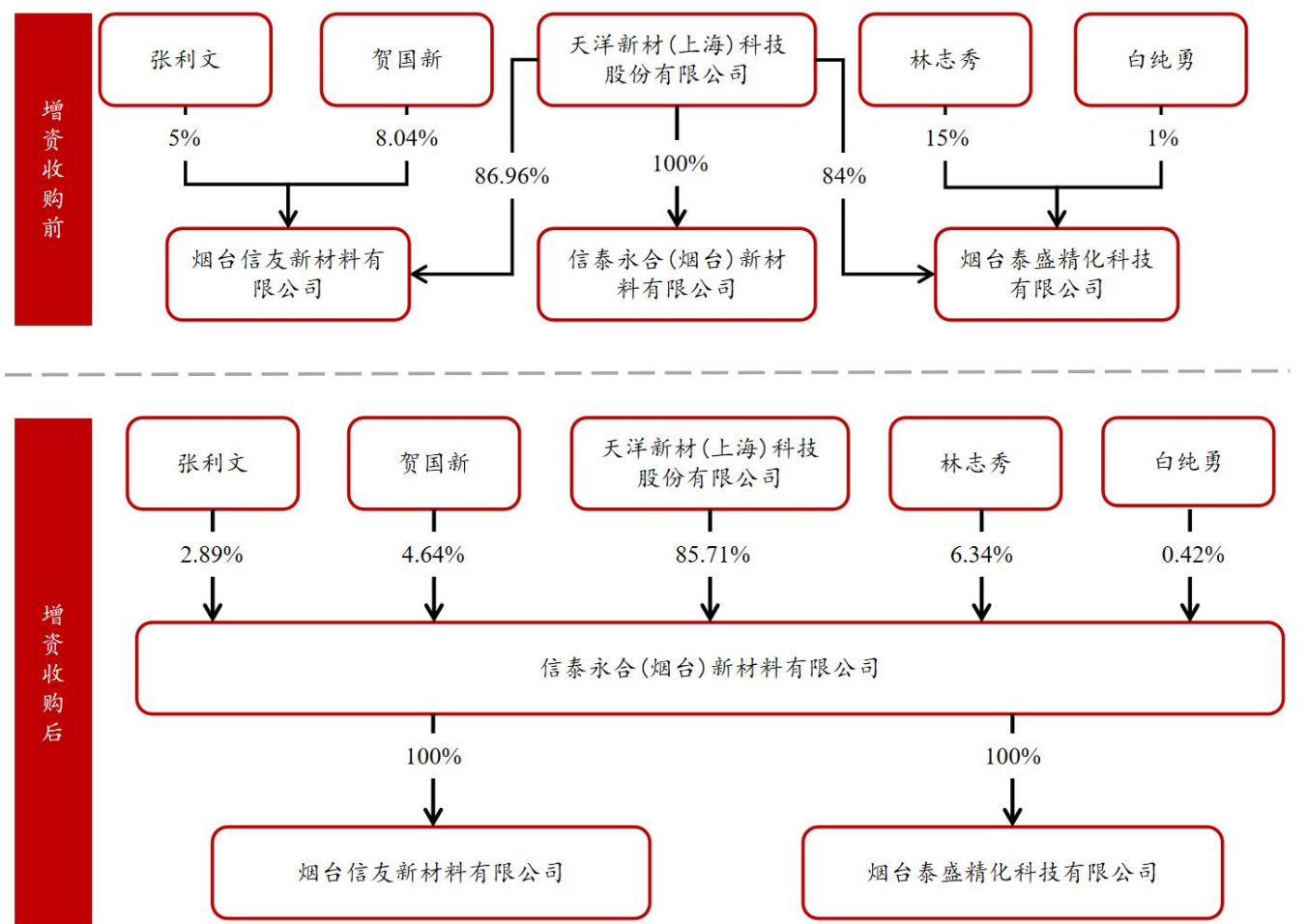


### 3.1.2. 电子胶：扩产+整合业务板块，进口替代进行时

公司积极扩产电子胶产能，规划年产能达 1730 吨。公司电子胶具有粘接、密封、灌封、涂覆电子电器元器件以及结构粘接等作用，对电子电器的生产以及性能的稳定性具有重要的影响。公司电子胶产品包括手机光学模组用胶、声学模组用胶、笔电产品用胶、安防产品用胶，正逐步替代进口产品应用于下游。公司于 2023 年 1 月 31 日在投资者问答平台中表示公司电子胶产能将由 830 吨/年提升至 1730 吨/年。

**整合电子胶业务板块，发挥协同效应。**为增强公司业务板块协同效应，2022 年 12 月以来公司相继发布公司子公司信泰永合收购公司控股子公司烟台泰盛、烟台信友 100% 股权的公告。其中烟台泰盛主要产品包括环保型电子封装密封材料和结构粘接材料；烟台信友主要产品包括电子胶粘剂。收购完成后，烟台泰盛、烟台信友将变为信泰永合的全资子公司，有利于公司整合电子胶业务板块。同时为进一步拓展电子胶市场，公司拟向信泰永合增资 15327.7 万元，占据 85.71% 的股权，有利于增强公司未来的盈利能力和可持续发展能力。截至 2023 年 1 月 14 日，公司已办理完成增资的工商变更登记手续；截至 3 月 15 日，公司控股子公司烟台信友、烟台泰盛均已办理完成工商变更登记事项。

图表 31. 公司子公司信泰永合（烟台）新材料有限公司增资、收购前后股权结构图

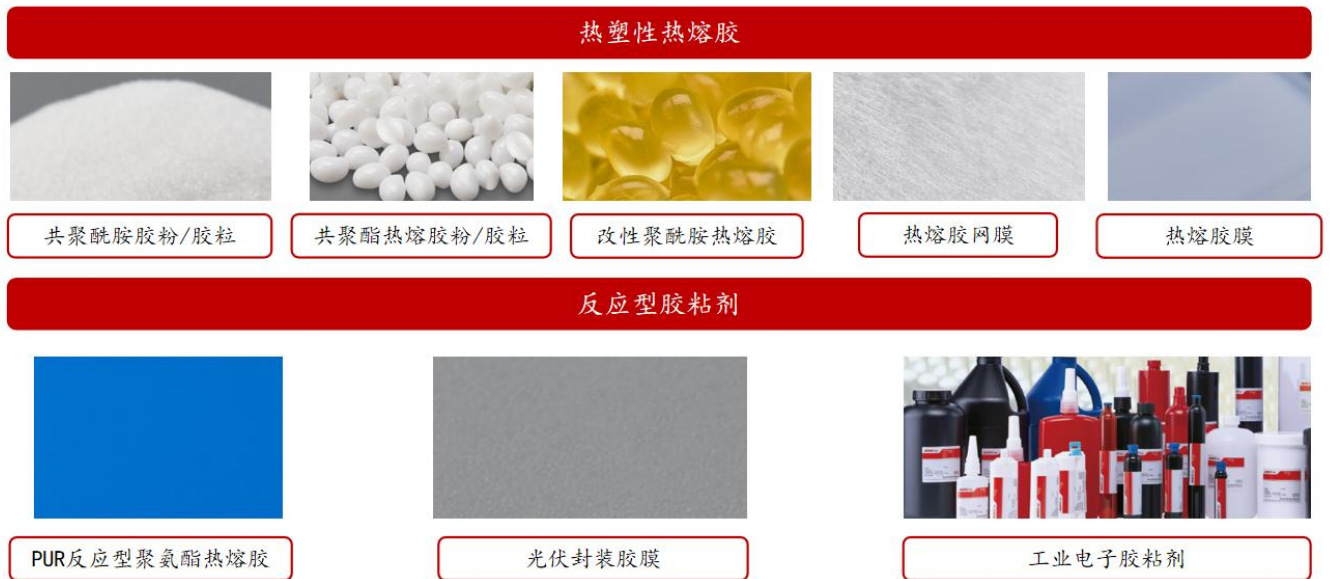


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.2. 产品系列完整，技术优势显著

为国内外客户提供一站式环保粘接材料产品综合解决方案。公司热塑性热熔胶和反应型胶粘剂产品种类齐全，可满足光伏、汽车、电子电器、建材、纺织服装等不同领域的客户需求。公司为客户提供一站式环保粘接材料产品综合解决方案，具有产品系列优势及品牌优势。目前公司已是国内最大的 PA、PES 热熔胶生产企业之一。同时公司在辐照固化型、混合反应型、功能型的环保胶粘剂上取得新突破，有利于公司进一步丰富产品种类，提高竞争优势。

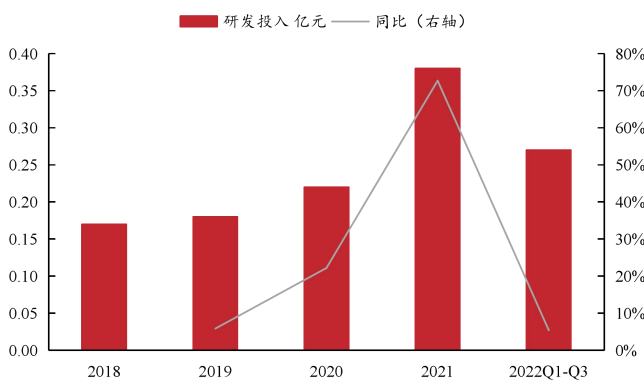
图表 32. 公司产品系列完整



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

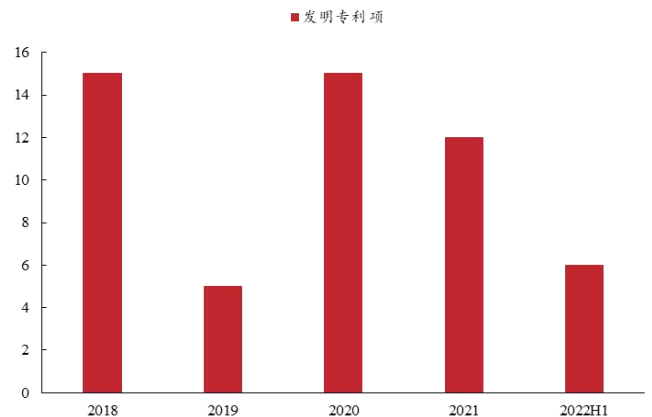
持续加大研发投入，研发成果显著。公司持续加大技术领域的研发投入以快速响应市场变化和客户需求。2018-2021 年公司研发投入从 0.17 亿元增长至 0.38 亿元，年均复合增长率达 30.75%。2022 年前三季度公司研发投入为 0.27 亿元，同比增长 5.4%。近年来，公司累计专利持续提升，2022 年上半年公司新增国家授权的发明专利 6 项。截至 2022 年 6 月末，公司共获 135 项国家授权专利，其中包含 117 项发明专利。

图表 33. 2018-2022 年前三季度公司研发投入情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 34. 2018-2022H1 公司新增国家授权专利



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测

随着公司在建项目的稳步推进，我们做以如下假设：未来公司的业绩增量主要来源于光伏封装胶膜、电子胶产能的投放以及热熔胶下游需求回暖及应用领域的拓展，其中光伏封装胶膜预计 2022 年开始贡献业绩增量，电子胶预计 2023 年开始贡献业绩增量。

图表 35. 公司主营业务收入预测 (亿元)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入合计	6.99	10.68	14.09	29.64	55.50
YOY		52.74%	31.99%	110.34%	87.23%
光伏封装胶膜					
收入	1.94	3.24	7.22	21.37	46.01
YOY		66.91%	122.68%	196.18%	115.26%
收入占比	27.77%	30.35%	51.20%	72.10%	82.89%
热熔胶					
收入		5.04	4.60	5.27	5.50
YOY			-8.67%	14.43%	4.43%
收入占比		47.22%	32.67%	17.77%	9.91%
电子胶					
收入		1.12	1.10	1.56	2.28
YOY			-2.17%	42.19%	46.32%
收入占比		10.49%	7.77%	5.26%	4.11%
热熔墙布、窗帘					
收入	0.54	0.95	0.90	1.17	1.44
YOY		77.31%	-5.42%	29.67%	22.88%
收入占比	7.70%	8.94%	6.40%	3.95%	2.59%
其他					
收入	4.51	0.32	0.27	0.27	0.27
YOY		-92.9%	-14.42%	0.00%	0.00%
收入占比	64.52%	3.01%	1.95%	0.93%	0.50%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

基于公司在光伏封装胶膜和电子胶领域的布局，未来业绩增长空间有望持续打开。我们预期 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 14.09/29.64/55.50 亿元，归母净利润分别为-0.53/2.09/4.71 亿元，对应 EPS 分别为-0.12/0.48/1.09 元/股，以 2023 年 4 月 26 日收盘价 11.07 元为基准，2023/2024 年对应的 PE 分别为 22.88/10.16 倍。结合光伏封装胶膜行业高景气，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

原材料价格异常波动、下游需求不及预期、环保风险等。

1) **原材料价格异常波动**：公司产品原材料主要为石化产品。受石油等基础原料价格和市场供需等因素的影响，原材料价格或将产生波动，进而对公司的毛利率产生不确定性的影响。

2) **下游需求不及预期**：受产业政策、行业周期等因素的影响，下游光伏装机等行业需求或将产生波动，进而将对公司产品的需求产生不确定性的影响。

**3) 环保风险:** 国家持续加大环保及安全的监管力度, 公司若不能及时适应有关标准和要求的变化, 生产和发展或将受到限制。



利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1067.74	1409.33	2964.36	5550.04
%同比增速	52.74%	31.99%	110.34%	87.23%
营业成本	794.01	1152.49	2316.23	4389.81
毛利	273.73	256.84	648.14	1160.24
%营业收入	25.64%	18.22%	21.86%	20.90%
税金及附加	7.36	8.99	15.53	25.15
%营业收入	0.69%	0.64%	0.52%	0.45%
销售费用	74.21	72.74	109.85	150.64
%营业收入	6.95%	5.16%	3.71%	2.71%
管理费用	72.02	72.38	154.18	285.81
%营业收入	6.75%	5.14%	5.20%	5.15%
研发费用	38.00	46.73	79.51	132.19
%营业收入	3.56%	3.32%	2.68%	2.38%
财务费用	22.11	37.61	27.19	14.01
%营业收入	2.07%	2.67%	0.92%	0.25%
资产减值损失	-3.27	-60.80	-0.80	-0.80
信用减值损失	-4.69	-18.88	-18.88	-18.88
其他收益	6.33	6.33	6.33	6.33
投资收益	0.82	0.65	1.37	2.56
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	55.32	0.01	0.02	0.04
营业利润	114.56	-54.30	249.91	541.69
%营业收入	10.73%	-3.85%	8.43%	9.76%
营业外收支	25.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.42	-54.30	249.91	541.69
%营业收入	13.15%	-3.85%	8.43%	9.76%
所得税费用	34.83	0.00	39.99	70.42
净利润	105.59	-54.30	209.93	471.27
%营业收入	9.89%	-3.85%	7.08%	8.49%
归属于母公司的净利润	110.16	-53.36	209.35	471.28
%同比增速	112.72%	-148.43%	492.36%	125.12%
少数股东损益	-4.57	-0.95	0.58	-0.01
EPS (元/股)	0.47	-0.12	0.48	1.09

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.47	-0.12	0.48	1.09
BVPS	4.52	2.33	5.09	6.22
PE	37.57	—	22.88	10.16
PEG	0.33	—	0.05	0.08
PB	3.91	4.76	2.17	1.78
EV/EBITDA	33.05	39.24	11.98	6.97
ROE	10.26%	-5.30%	9.51%	17.50%
ROIC	3.88%	4.29%	8.45%	14.12%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	207	79	1033	1002
交易性金融资产	5	5	5	5
应收账款及应收票据	392	665	767	1113
存货	273	369	472	699
预付账款	24	33	46	66
其他流动资产	65	83	108	148
流动资产合计	966	1234	2431	3032
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	10	13	16	19
固定资产合计	599	691	776	862
无形资产	74	80	84	89
商誉	77	77	77	77
递延所得税资产	10	10	10	10
其他非流动资产	39	113	143	177
资产总计	1775	2219	3538	4267
短期借款	233	621	654	686
应付票据及应付账款	93	198	262	421
预收账款	0	0	1	1
应付职工薪酬	17	19	25	40
应交税费	9	10	15	22
其他流动负债	147	150	164	191
流动负债合计	499	999	1121	1360
长期借款	120	132	132	132
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	19	19	19	19
负债合计	639	1151	1273	1513
归属于母公司的所有者权益	1074	1007	2202	2692
少数股东权益	62	61	62	62
股东权益	1136	1068	2264	2754
负债及股东权益	1775	2219	3538	4267

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-36	-240	175	171
投资	32	-5	-5	-5
资本性支出	-80	-232	-189	-203
其他	3	1	1	3
投资活动现金流净额	-45	-236	-192	-205
债权融资	-375	0	0	0
股权融资	374	0	967	0
银行贷款增加(减少)	354	401	32	32
筹资成本	-41	-54	-28	-30
其他	-83	0	0	0
筹资活动现金流净额	230	348	971	3
现金净流量	148	-129	954	-31

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2017年开始从事商贸零售行业分析，2021年11月加盟东亚前海证券研究所。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>