

2024年11月25日

## 买入（首次覆盖）

## 永臻股份（603381）：技术规模铸竞争优势，边框龙头迎长期成长

——公司深度报告

## 证券分析师

周啸宇 S0630519030001

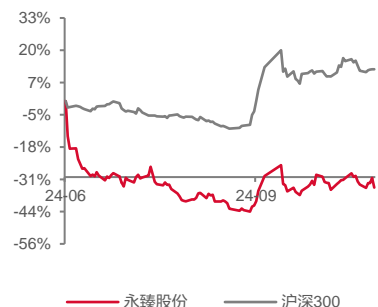
zhouxiaoy@longone.com.cn

## 联系人

付天赋

ftfu@longone.com.cn

数据日期	2024/11/22
收盘价	22.71
总股本(万股)	23,726
流通A股/B股(万股)	5,231/0
资产负债率(%)	65.56%
市净率(倍)	1.47
净资产收益率(加权)	6.58
12个月内最高/最低价	44.99/19.27



## 相关研究

1. 光伏行业研究框架专题报告：春光不远，静待回暖

## 投资要点：

- **光伏边框领军者，经营规模持续扩大。**公司成立于2016年8月，并于2024年6月在上交所主板上市，以光伏边框业务为核心，在光伏产业链内延伸布局光伏支架以及光伏建筑一体化（BIPV）的研发、生产和销售业务。公司经过多年的技术积累，在产品结构设计、规模化生产、产品质量控制、成本控制等方面积累了丰富的行业经验，已成长为国内领先的铝合金光伏结构件制造商之一。2023年，公司实现营业收入53.91亿元，同比增长4.05%，实现归母净利润3.71亿元，同比增长50.74%。2024年前三季度，公司实现营业收入57.35亿元，同比增长47.07%，实现归母净利润1.78亿元，同比下降29.35%。
- **光伏装机量保持增长，铝边框市场空间广阔。**受益于全球光伏新增装机保持增长，光伏边框市场需求量持续扩大。光伏铝边框除易回收、再利用价值高、使用寿命长，不易老化外，还兼具轻量化，导电性强，抗氧化抗腐蚀性强，造型美观等诸多特点，目前市场渗透率在95%以上，从中短期维度看仍将占据主流地位。我们预计2026年全球光伏铝边框市场需求为319万吨，2023-2026年复合增速为10.88%。
- **公司产能规模快速扩张，布局再生铝实现降本。**公司目前拥有辽宁营口、江苏常州、安徽滁州、安徽芜湖、越南北江五大生产基地，未来规划产能达69万吨，规模优势将进一步扩大。越南基地辐射美国、印度市场，相较于国内，越南出口更低的关税以及海外地区更高的加工费有望为公司带来更高利润，优化公司盈利结构。此外，公司向上游延伸布局再生铝，规划再生铝产能43万吨，其中，常州基地产能5万吨，芜湖基地产能38万吨，不仅可以有效减少碳排放和资源消耗，还可以显著降低光伏边框材料成本，提升公司在成本端的竞争优势。
- **横向延伸布局光伏BIPV及光伏支架，拓宽未来成长空间。**公司为丰富产品结构，拓展光伏支架、BIPV领域产品，2023年，光伏BIPV产品贡献收入557.71万元，光伏支架产品贡献收入1.45亿元，两项业务已初步形成产品矩阵及经营模式，有效提升了公司在光伏行业周期波动时的风险抵抗能力。
- **投资建议：**公司光伏边框龙头地位稳固，布局再生铝降低原材料成本，扩充产能推动市场份额提升，拓展海外市场获取高毛利，预计公司2024-2026年实现营业收入85.41/125.80/168.14亿元，实现归母净利润1.97/3.79/6.37亿元，对应P/E27.40/14.23/8.46倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场需求波动风险；边框材料更新换代风险；光伏行业竞争加剧风险。

## 盈利预测与估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	5390.79	8540.78	12580.07	16814.40
同比增速	4.05%	58.43%	47.29%	33.66%
归母净利润（百万元）	370.88	196.64	378.72	637.11
同比增速	50.74%	-46.98%	92.60%	68.22%
EPS（元/股）	1.56	0.83	1.60	2.69
市盈率（P/E）	14.53	27.40	14.23	8.46
市净率（P/B）	2.46	1.47	1.33	1.15

资料来源：Wind，东海证券研究所，2024年11月22日

## 正文目录

<b>1. 光伏铝边框领军者 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 聚焦铝合金结构件，产品体系横向延伸.....	4
1.2. 公司营收稳健增长，经营规模持续扩大.....	5
1.3. 公司股权结构稳定，员工持股共同发展.....	7
<b>2. 光伏需求持续增长，铝边框市场前景广阔 .....</b>	<b>8</b>
2.1. 铝合金材料优势突出，为光伏边框首选材料.....	8
2.2. 光伏铝边框格局向好，行业集中度有望提升.....	10
2.3. 光伏装机量保持增长，铝边框市场空间广阔.....	12
<b>3. 扩产与降本并驾齐驱，多优势巩固领先地位.....</b>	<b>13</b>
3.1. 深度绑定头部客户，产能规模快速扩张.....	13
3.2. 上游延伸布局再生铝，一体化降本增厚利润.....	15
3.3. 光伏领域横向延伸，拓宽未来成长空间.....	18
3.3.1. 切入光伏 BIPV 领域，打造第二增长极.....	18
3.3.2. 拓展光伏支架产品，销售体量初具规模.....	19
<b>4. 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>20</b>
4.1. 盈利预测及关键假设 .....	20
4.2. 投资建议及估值 .....	21
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

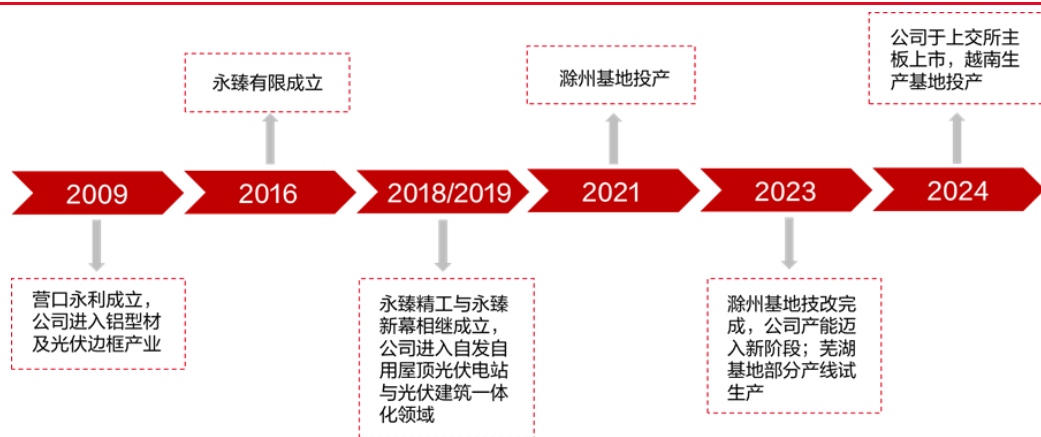
图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司营业收入情况.....	6
图 3 公司归母净利润情况.....	6
图 4 光伏边框成品和边框型材的销量情况（万吨）.....	6
图 5 公司分产品营收结构.....	6
图 6 公司毛利率及净利率情况.....	7
图 7 公司分业务毛利率情况.....	7
图 8 公司费用率情况.....	7
图 10 光伏铝边框产业链.....	8
图 11 光伏边框.....	9
图 12 光伏组件成本结构.....	9
图 13 光伏铝边框工艺流程.....	11
图 14 现货铝价（元/吨）.....	11
图 15 公司铝棒采购单价与公开市场铝价（元/吨）.....	11
图 16 公司边框成品和边框型材的加工费（元/吨）.....	12
图 17 全球光伏新增装机容量.....	12
图 18 中国光伏新增装机容量.....	12
图 19 公司产能及产能利用率.....	14
图 20 公司市场占有率.....	14
图 21 导轨边框和 55°边框产品优势.....	15
图 22 光伏组件行业集中度.....	15
图 23 公司前五大客户销售收入占比.....	15
图 24 金属铝产业循环模式.....	16
图 25 再生铝熔铸流程图.....	17
图 26 原铝与废铝价差（元/吨）.....	17
图 27 公司 BIPV 产品示意图.....	19
图 28 光伏电站系统成本构成.....	20
图 29 铝合金分布式支架.....	20
图 30 碳钢分布式支架.....	20
表 1 公司主要产品.....	5
表 2 各材质光伏边框对比.....	10
表 3 光伏铝边框市场需求测算.....	13
表 4 国内光伏边框主要厂商未来预计产能规模.....	14
表 5 再生铝行业政策.....	16
表 6 原生铝、再生铝边框碳足迹数据对比.....	18
表 7 光伏建筑一体化行业和国家标准体系.....	18
表 8 部分地方政府光伏建筑补贴政策.....	19
表 9 公司盈利预测.....	21
表 10 可比公司估值（2024 年 11 月 22 日收盘价）.....	22
附录：三大报表预测值.....	23

# 1.光伏铝边框领军者

## 1.1.聚焦铝合金结构件，产品体系横向延伸

铝合金结构件龙头企业，深耕光伏领域十余年。永臻科技股份有限公司成立于 2016 年 8 月 3 日，主要从事绿色能源结构材料的研发、生产、销售及应用，主营产品包括光伏边框产品、光伏建筑一体化产品（BIPV）、光伏支架结构件。经过多年的精耕细作，公司在光伏产品结构、规模化生产、产品质量控制、成本控制等方面积累了丰富的行业经验，已成为国内领先的铝合金光伏结构件制造商之一，并于 2024 年 6 月 26 日在上交所主板上市。


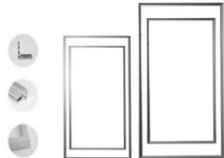

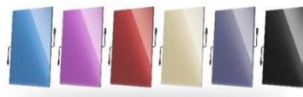
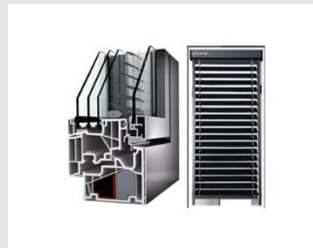


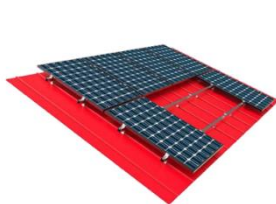
图1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

**光伏边框业务为核心，多产品横向延伸。**公司主营光伏边框业务，推出 55° 边框、导轨边框等边框自研产品，具有轻量化、稳定性高、耐候性高、耐腐蚀性强等特点，能够满足客户减重、防水、安装便捷等不同需求，可显著提高客户光伏组件寿命。而后公司在光伏产业链内进行延伸，凭借多年产业积累，先后布局光伏支架以及光伏建筑一体化(BIPV)的研发、生产和销售业务。

表1 公司主要产品

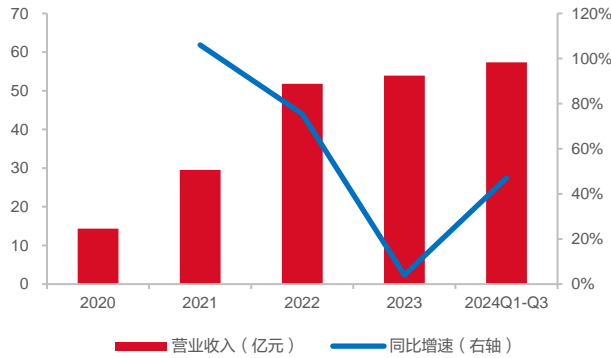
产品分类	产品名称	产品特点	产品外观
光伏边框产品	常规边框	具有质量轻、稳定性高、耐候性高、耐腐蚀性强等优良物理及化学性能。	
	55° 边框	长短边框异角度拼接设计，有效降低单位面积材料成本，减轻单套重量。	
	导轨边框	开放式型腔设计，防水性更强，改变传统接地方式，安装更便捷；组件 C 面无遮挡，有效提升双面双玻组件效率，组件更轻，更大的满足了客户需求，节省组件安装支架材料，降低系统成本。	
光伏建筑一体化产品 (BIPV)	光伏幕墙	发电效率高，可达 60-120W/ m <sup>2</sup> ，颜色、图案、形状可进行定制化设计；与玻璃、石材幕墙可以完美搭配；表面防眩光，视觉体验佳；可进行装配式一体化安装。	
	光伏百叶窗	标准测试条件下，单位面积功率可达 70 100W/m <sup>2</sup> ；采用轻质化技术方案，与常规组件相比，可将组件重量降低约 60%~70%；叶片单次翻转耗电低至 1Wh，绿色节能；叶片翻转角度 0~90°，视野开阔；使用高强度卷边铝叶片，结构耐用；具有防雨、防尘、防噪音的功能。	
	BIPV 别墅屋顶解决方案	采用光伏瓦与异型组件相拼接的方式，实现户用屋顶的全覆盖；充分利用屋顶有效接收太阳直射面积，装机容量高，搭配优化器、储能等，实现系统功率及用电效率最大化。	
光伏支架产品	平面屋顶光伏支架产品	主要包括支撑光伏组件的 C 型钢或 U 型钢材质的支架檩条及固定光伏组件阵列的铝合金紧固件；适用于平面屋顶户用光伏系统的应用场景，可满足太阳能阵列的最正确安装倾角，因其拥有耐用性强、标准化高、安装便捷等优势，成为户用分布式光伏系统应用较为广泛的方案。	
	斜面屋顶光伏支架产品	采用夹具、压块等紧固件将光伏组件夹紧安装于彩钢瓦上，安装便捷，实用性强；按照项目需求可选择有导轨形式与无导轨形式；适用于常见的光伏组件平行安装于倾斜屋面的应用场景，适用于商业和民用的屋面太阳能系统。	

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

## 1.2. 公司营收稳健增长，经营规模持续扩大

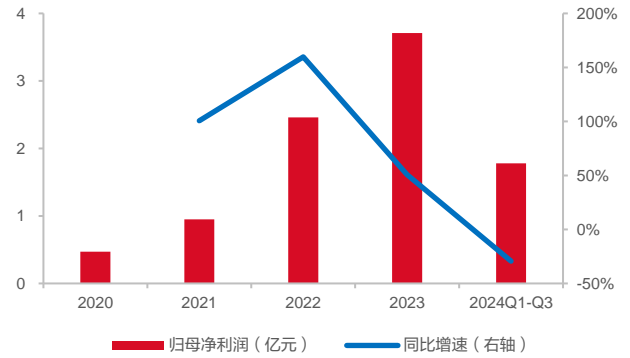
**营业收入稳健增长，归母净利润高速攀升。**受益于“双碳”背景下，光伏行业景气度不断攀升，公司营收及利润规模快速扩张，2020-2023年营业收入CAGR达55.53%，归母净利润CAGR达99.1%，经营业绩的增长主要源于下游光伏组件客户旺盛的市场需求、产能扩张及新客户资源的开发。2023年，公司营业收入为53.91亿元，同比增长4.05%，归母净利润为3.71亿元，同比增长50.74%；2024年前三季度，公司实现营业收入57.35亿元，同比增长47.07%，实现归母净利润1.78亿元，同比下降29.35%，业绩增速下滑的主要原因为行业竞争加剧，导致光伏边框加工费有所下降。

图2 公司营业收入情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

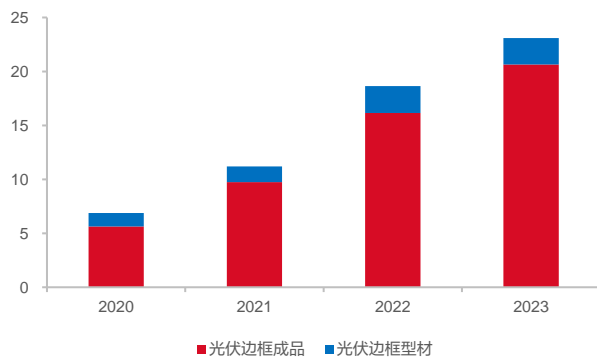
图3 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

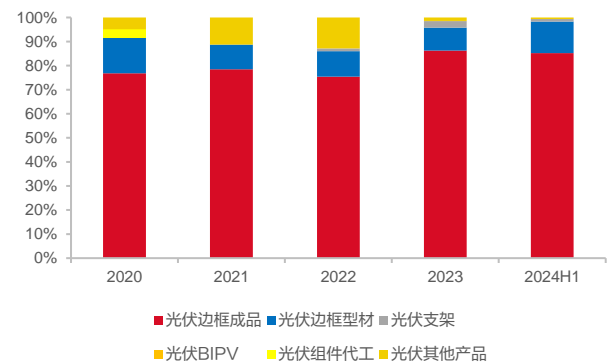
**光伏业务横向拓展，经营规模持续扩大。**受益于“大客户”经营策略，公司产品质量过硬，配套服务能力优秀，各业务线经营规模持续扩大。从营收结构来看，2023年，公司光伏边框、光伏支架、光伏BIPV收入占比分别为95.79%、2.68%、0.01%，其中，光伏边框产品营业收入为51.64亿元，同比增长15.92%；光伏支架产品营业收入为1.45亿元，同比增长148.04%；光伏BIPV营业收入为0.06亿元，同比增长84.99%。

图4 光伏边框成品和边框型材的销量情况（万吨）



资料来源：Wind，东海证券研究所

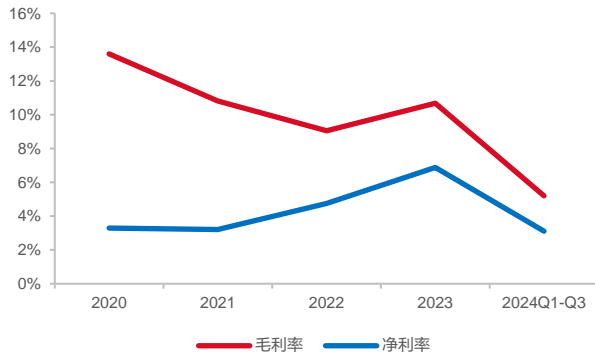
图5 公司分产品营收结构



资料来源：Wind，东海证券研究所

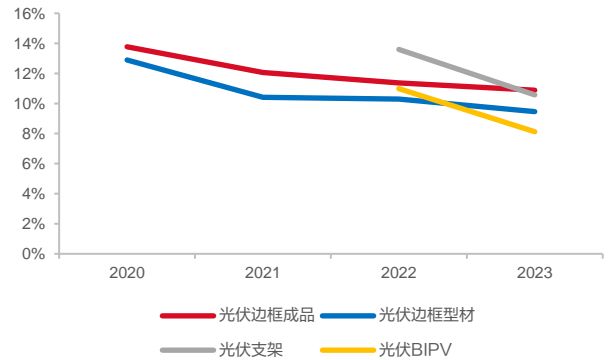
**毛利率略有下降，而净利率整体呈现上行。**2020-2023年公司毛利率整体有所下降。一方面，在铝价持续上涨的背景下，铝边框的定价模式决定了其平均单价会随之上涨，若加工费维持不变，毛利率会被平均单价上涨而摊薄；另一方面，在光伏行业降本增效的背景下，光伏组件将降本压力传导至上游辅材端，铝边框加工费逐年下降。公司为应对激烈的光伏市场竞争，不断加强生产管理、优化工艺和自动化水平，提高生产效率，降低生产成本，实现净利率的整体上行。2023年及2024年前三季度，公司毛利率分别为10.68%、5.20%，净利率分别为6.88%、3.11%。

图6 公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

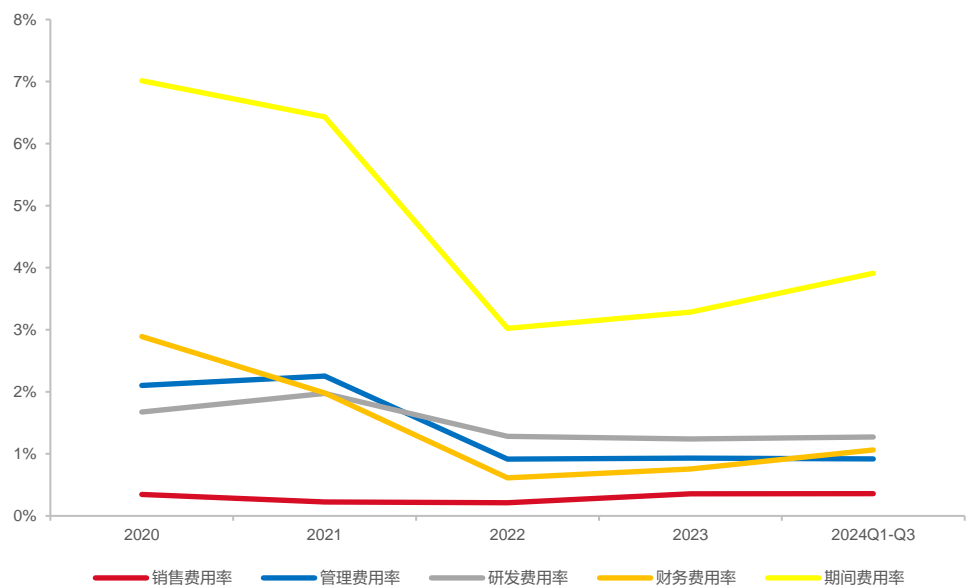
图7 公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

**公司费用管理能力出色，期间费用率整体呈下降趋势。**2020-2023 年公司期间费用率分别为 7.01%、6.43%、3.02%、3.28%，随着公司收入规模快速增长，规模效应逐渐显现，期间费用率总体呈下降趋势。销售费用率较低，主要系客户相对集中，且公司已与主要客户建立了稳定、良好的合作关系，需要投入的销售资源和开展的销售活动相对较少。研发费用率整体保持稳定，随着公司业务规模不断扩大，研发投入规模亦随之上升。财务费用率较高，主要与公司业务结算模式以及新产能建设相关，2021 年末公司通过股权融资取得 10 亿元投资款，置换了相应的借款资金需求，加之公司资产规模快速增长背景下银行贷款利率有所下调，公司财务费用率呈现下行趋势。

图8 公司费用率情况

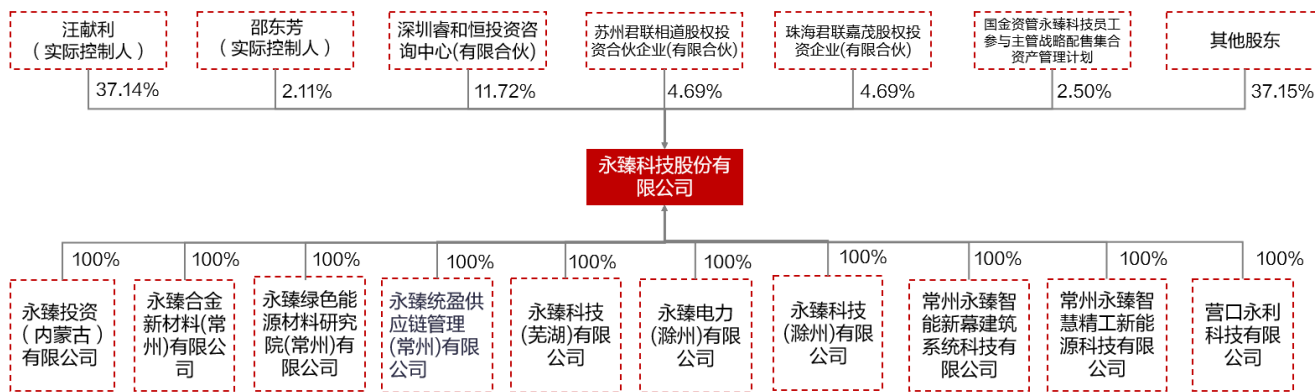


资料来源：Wind，东海证券研究所

### 1.3.公司股权结构稳定，员工持股共同发展

**公司股权结构集中，管理团队经验丰富。**截至 2024 年三季报，汪献利、邵东芳分别控股 37.14%、2.11%，为实际控制人。公司管理团队经验丰富，以董事长兼总经理汪献利为首的管理团队均拥有 15-20 年以上的光伏从业经验，能够对公司进行高效管理与前瞻规划，为企业保持行业龙头地位提供有力保障。此外，公司设立臻核投资、臻才投资两家员工持股平台，用于员工股权激励，将员工利益与企业利益相绑定，充分调动员工积极性。

图9 永臻股份股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



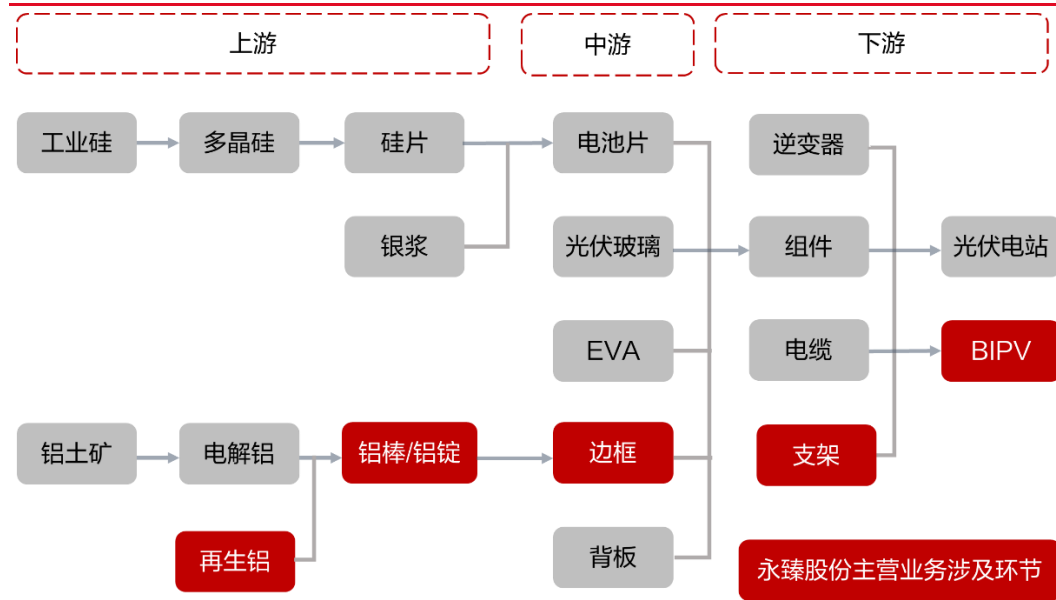
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2. 光伏需求持续增长，铝边框市场前景广阔

### 2.1. 铝合金材料优势突出，为光伏边框首选材料

光伏边框是组件的重要组成部分。边框主要用于保护光伏组件边缘，加强光伏组件的密封性能和提高光伏组件整体机械强度，便于光伏组件的运输与安装，其性能的优劣直接影响光伏组件寿命的长短。边框产业链上游主要为铝土矿冶炼及加工企业、再生铝重铸企业，铝材行业成熟度较高、供应较为充足；下游主要为光伏组件厂商，竞争较为激烈，行业集中度较高。

图10 光伏铝边框产业链



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

光伏边框在组件成本结构中占比较高。边框属于价值较高的组件辅材，在光伏组件成本结构中，光伏边框占比在 9% 左右，高于 EVA、玻璃、背板、焊带等其他辅材，是光伏组件环节中不可或缺的部分。

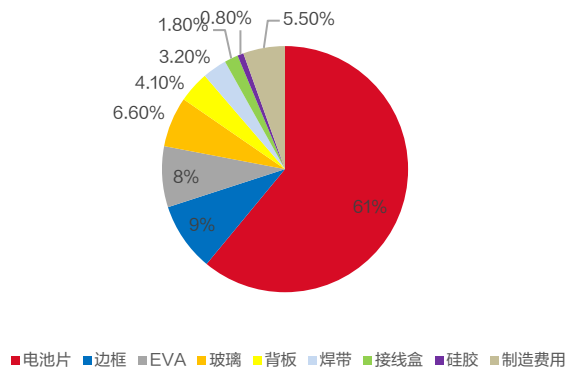


图11 光伏边框



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图12 光伏组件成本结构



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

**铝合金为光伏边框首选材料。**在光伏行业“降本增效”目标指引下，厂商不断尝试不同材料的边框方案，主要包括铝合金边框、复合材料边框、钢边框、橡胶卡扣等。复合材料边框因重量较轻，单位成本较低，近年来得到行业的关注，但由于其高分子材料特性限制，在实际应用中易出现老化现象，同时复合材料产效低、投入大，综合成本高且具有污染性，目前尚未被广泛接受。钢边框具备力学强度高、导电性佳的特点，但在加工精度、接地、材料匹配性等方面不稳定，单位面积钢边框比铝边框重 2-2.5kg，加大了风压、雪载下的承重风险，限制了分布式光伏应用场景，实际钢边框出货仍较少。目前铝边框仍为市场主流，市场渗透率在 95%以上，除了易回收、再利用价值高、使用寿命长，不易老化外，还兼具轻量化，导电性强，抗氧化抗腐蚀性，造型美观等诸多特点，从中短期来看铝合金边框的主流地位被其它材料替代的可能性较小。

表2 各材质光伏边框对比

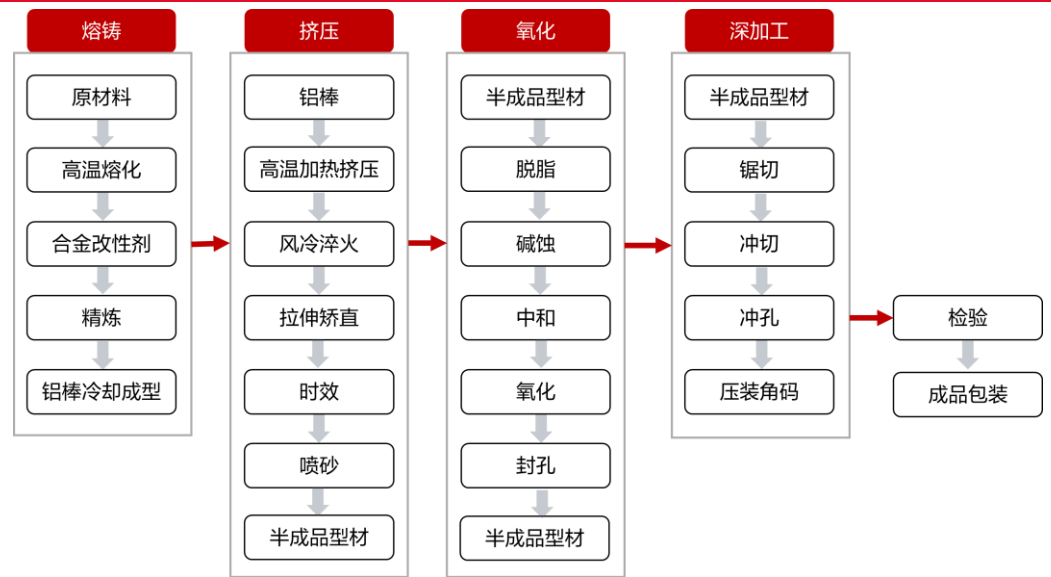
性能	复合材料边框	钢边框	铝合金边框
构成材料	玻璃纤维、聚氨酯等有机复合材料	镀锌铝镁钢边框	铝合金
成本	相对降低	相对降低	--
耐腐蚀性	橡胶耐腐蚀性较差	锌铝镁镀层切断面易被氧化、生锈，耐腐蚀性较弱	铝合金表面有致密而连续的氧化物保护膜，有较强的耐腐蚀性
使用寿命	橡胶等有机材质易被风化，难以达到25年使用寿命	接地孔处易发生锈蚀，难以达到25年使用寿命	铝合金使用寿命长达30-50年，远高于光伏组件25年使用寿命标准
保护性	组件边缘受力不均匀，因安装夹具、内部应力等原因造成应力隐患。组件有变形、玻璃爆裂风险	钢合金弹性模量 $2.06 \times 10^5 \text{N}/10\text{mm}^2$ ，与光伏玻璃 $0.72 \times 10^5 \text{N}/10\text{mm}^2$ 差距过大，有组件爆板风险	铝合金弹性模量 $0.7 \times 10^5 \text{N}/10\text{mm}^2$ ，与玻璃 $0.72 \times 10^5 \text{N}/10\text{mm}^2$ 相近，能够与光伏玻璃同步形变，不易发生组件爆板问题
承载性	不足	良好，但钢边框光伏组件重量的增加加大了风压、雪载下的承重风险，限制了分布式光伏应用场景	良好
重量	金属部件减少，重量较轻	钢铁密度较大，重量较大，单位面积钢边框组件较铝合金边框组件重 2-2.5kg	铝合金密度较低，重量较轻
外观	-	外观存在颜色不均匀现象	铝合金经喷砂、氧化后具有整洁、美观的优点
环保与可回收性	橡胶不可回收，风化的橡胶会产生一定环境污染	钢的熔点较高，回收再利用过程能耗大，回收经济价值比仅 22.8%左右	铝合金熔点低于钢铁，回收再利用过程能耗低，回收经济价值比可达 83.9%左右

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

## 2.2. 光伏铝边框格局向好，行业集中度有望提升

铝边框的生产环节主要包括熔铸、挤压、氧化以及深加工。1) **熔铸**：涉及将金属铝经合金化炉或熔化保温炉内高温熔化，按比例加入合金改性剂配料进行精炼，通过冷却成型的方式形成供给挤压工序使用的铝合金棒。2) **挤压**：主要是将铝合金棒恒速穿过模具，使其产生塑性形变并从挤压模具的模孔中挤出，从而达到模具模孔所给定的形状与尺寸，包括风冷淬火、拉伸矫直、时效工艺、喷砂等工序。3) **氧化**：主要指铝合金在硫酸溶液内经过电化学反应，阳极氧化形成氧化铝保护层的过程，包括脱脂、碱蚀、氧化、封孔等工序。4) **深加工**：主要包括对铝型材进行锯切、冲切、冲孔、压装角码等工序，进而形成便于客户组装的光伏边框。

图13 光伏铝边框工艺流程



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

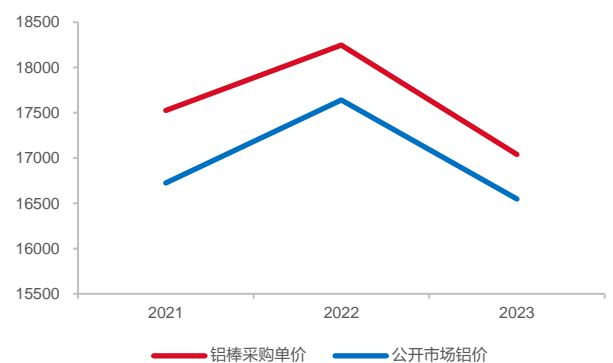
在销售端，铝边框采用“公开市场铝锭价格+边框加工费”的定价模式，铝价波动由下游组件厂商承担。2021年之前，铝锭价格较为稳定，基本维持1.3万元/吨的水平。2021年下半年起，铝锭价格因能耗双控、限电限产大幅上涨，价格一度高达2.3万元/吨，此后铝价回落，2022年下半年起价格基本稳定在1.85万元/吨左右。2024年初铝价小幅上涨，并于年中回落至2万元/吨以下。在成本端，边框厂商采购铝棒采用“公开市场铝价+铝棒加工费”的定价模式，2021-2023年公司采购的铝棒加工费占铝棒单价的比例在2.97-4.79%之间，保持相对稳定，铝棒采购单价与公开市场铝价走势基本一致。

图14 现货铝价（元/吨）



资料来源：Wind，东海证券研究所

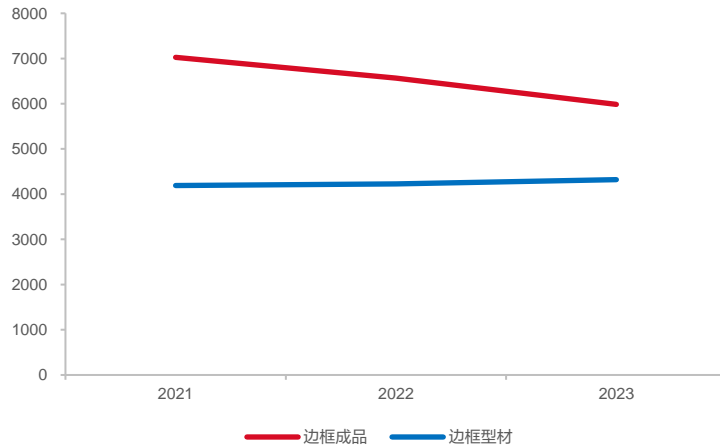
图15 公司铝棒采购单价与公开市场铝价（元/吨）



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

铝边框利润空间收窄，市场集中度有望提高。铝边框的盈利主要来源于加工费，2021年之前，光伏边框成品的加工费基本维持在未税价7000元/吨以上的水平，具有较大的盈利空间。随着光伏产业链整体技术水平提升，以及下游客户降本压力的影响，光伏边框单吨加工费不断下降，目前已基本接近边框厂商的盈利边际，利润空间被大幅压缩。而边框加工费下降导致规模小、工艺及生产设备落后、质量控制能力较差的企业被市场淘汰，大型企业凭借雄厚的资金实力、先进的工艺及设备、过硬的质量技术水平以及优秀的成本控制能力，竞争优势不断扩大。预计未来铝边框市场将进一步向头部企业集中，大厂市场份额持续提升。

图16 公司边框成品和边框型材的加工费（元/吨）

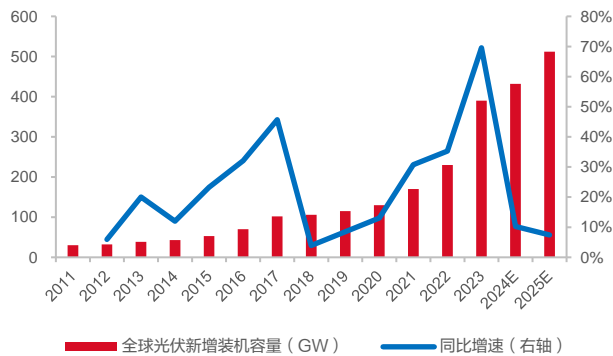


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

### 2.3.光伏装机量保持增长，铝边框市场空间广阔

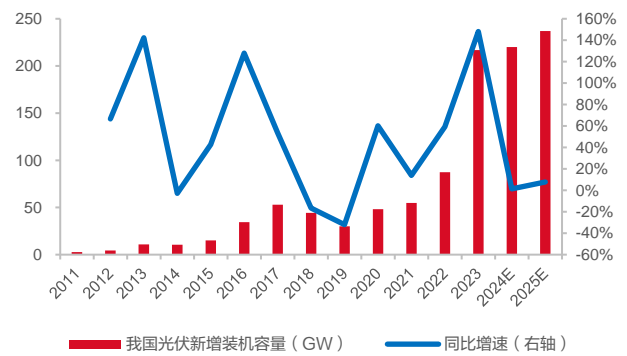
全球及国内光伏新增装机保持高速增长，带动光伏边框需求量持续提升。当前全球化的能源危机正在掣肘着工业生产领域，各国家积极谋求能源结构调整转型，相继提出了碳中和的气候目标，而太阳能等可再生能源将成为低碳发展的稳固基石。2023年，全球光伏新增装机390GW，同比增长69.57%；我国光伏新增装机217GW，同比增长148.12%。根据测算，我们预计2024年全球光伏新增装机将达432GW，我国光伏新增装机将达220GW。全球至少20个国家光伏累计装机超过1GW，15个国家累计装机超过10GW，全球范围内光伏应用市场增长势头强劲。铝边框作为光伏组件的重要辅材，其市场发展空间巨大。

图17 全球光伏新增装机容量



资料来源：CPIA，东海证券研究所

图18 中国光伏新增装机容量



资料来源：CPIA，东海证券研究所

基于 CPIA 数据，根据以下主要假设，我们测算 2024-2026 年的光伏铝边框行业市场需求：

- 1) 受益于组件市场的持续增长，光伏边框市场需求量持续扩大，按照装机容量配比 1.2，我们预计 2024-2026 年全球光伏组件需求为 518GW、614GW、689GW。
- 2) 单 GW 光伏边框耗用量与光伏组件的尺寸大小相关，光伏组件的尺寸越大，其单套功率越大，虽然单套组件搭配边框重量增加，但由于单 GW 所需组件数量下降，单 GW 组件的边框耗用量随之小幅下降，估算 2024-2026 年每 GW 组件所需光伏边框重量为 0.52 万吨、0.51 万吨、0.50 万吨。

3) 目前铝边框使用率达 95%以上, 远高于其他材料, 一些厂商也正在探索使用其他边框材料, 但尚未经过长时间的大批量应用验证, 在短时间内其他材料难以撼动铝合金的主流应用地位, 我们预计 2024-2026 年铝边框市场渗透率为 94%、93%、92%。

根据测算得到的结果, 我们预计 2026 年全球光伏铝边框市场需求为 319 万吨, 2023-2026 年复合增速为 10.88%。

**表3 光伏铝边框市场需求测算**

	2023	2024E	2025E	2026E
全球新增光伏装机容量 (GW)	390	432	512	574
容配比	1.20	1.20	1.20	1.20
全球光伏组件需求量 (GW)	468	518	614	689
大尺寸硅片组件:				
单套组件边框重量 (kg)	3.00	3.00	3.00	3.00
单套组件平均功率 (W)	580	585	590	600
每 GW 组件所需边框重量 (万吨)	0.52	0.51	0.51	0.50
市场占有率	82.8%	85.0%	92.5%	95.0%
小尺寸硅片组件:				
单套组件边框重量 (kg)	2.60	2.60	2.60	2.60
单套组件平均功率 (W)	455	455	455	455
每 GW 组件所需边框重量 (万吨)	0.57	0.57	0.57	0.57
市场占有率	17.2%	15.0%	7.5%	5.0%
综合每 GW 组件所需边框重量 (万吨)	0.53	0.52	0.51	0.50
全球光伏边框需求量 (万吨)	246	270	315	347
铝边框市场占有率	95%	94%	93%	92%
全球铝边框需求量 (万吨)	234	254	293	319

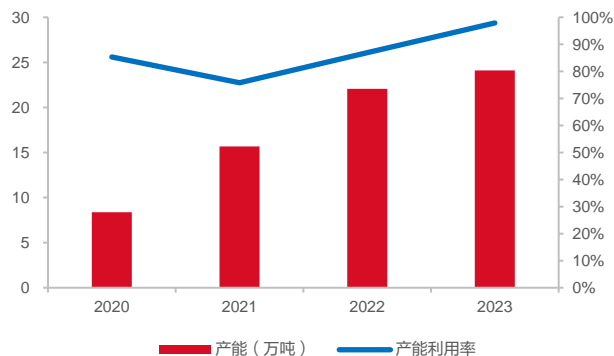
资料来源: CPIA, 公司招股说明书, 东海证券研究所测算

## 3.扩产与降本并驾齐驱, 多优势巩固领先地位

### 3.1.深度绑定头部客户, 产能规模快速扩张

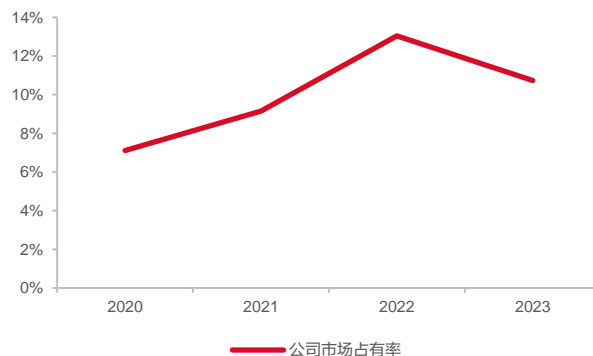
公司产能规模处于业内领先地位, 充分把握行业发展机遇。公司目前拥有辽宁营口、江苏常州、安徽滁州、安徽芜湖、越南北江五大生产基地, 总占地面积约 1503 亩, 未来规划产能达 69 万吨。芜湖年产 27 万吨光伏边框生产基地引进新一代信息技术和先进制造技术, 将生产制造、人流、物流、车流、能源流等全面纳入信息化管理, 实现全方位互联互通以及高度自动化, 智能制造优势突出。2023 年, 公司市场占有率为 10.73%, 长期稳居光伏边框行业前列。随着光伏边框先进产能的陆续投产, 公司将进一步扩大在市场内的领先优势。

图19 公司产能及产能利用率



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图20 公司市场占有率



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

**越南基地辐射海外市场，有望实现盈利结构优化。**公司在越南投资新建 18 万吨光伏边框生产基地，辐射美国、印度市场。越南基地的先进制造产能在东南亚地区极具成本优势，并且拥有从挤压、立式氧化到精加工的产业工序，可留存各工序加工利润。相较于国内，越南出口更低的关税以及海外地区更高的加工费有望为公司带来更高利润，改善公司盈利结构。

表4 国内光伏边框主要厂商未来预计产能规模

公司名称	未来预计产能 (万吨)	产能所在地	设计产能 (万吨)
永臻股份	69	常州	6
		营口	2.4
		滁州	15.6
		芜湖	27
		越南	18
鑫铂股份	62	滁州	55
		马来西亚	7
营口昌泰 (滁州瑞达)	40	营口	10
		滁州	30
中信渤铝	16	秦皇岛	6
		滁州	7.8

资料来源：CPIA，公司招股说明书，东海证券研究所

**公司具备过硬的产品质量与高效交付能力，能够持续高效响应客户需求。**在铝型材方面，公司拥有“一模多孔”模具的自主研发及批量制造能力，可以对分流孔流量分配、模具厚度等关键点进行高精度控制，满足下游客户定制化的需求，自主设计开模，在兼顾型材生产效率、减低生产成本的同时能够有效保证产品的质量。**在边框成品方面**，公司推出拥有自主知识产权的导轨边框和 55° 边框，其中，55° 边框颠覆了传统边框的设计结构，相较之下成本可下降 10%。公司能够深入地理解客户的设备与需求，在保证产品质量的同时提供高效规模化供货。

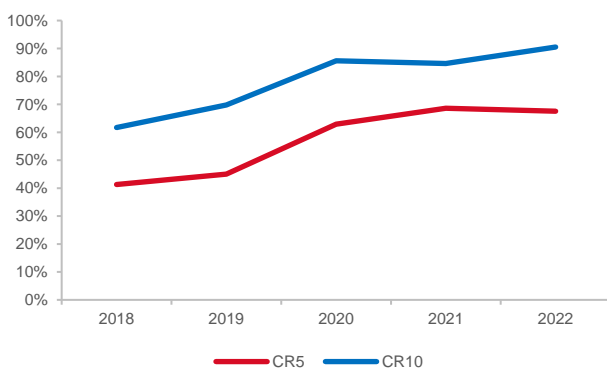
图21 导轨边框和 55° 边框产品优势



资料来源：公司官网，东海证券研究所

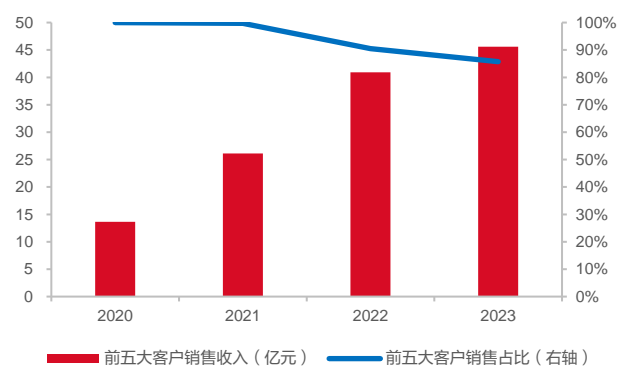
**公司客户资源优势明显，深度绑定头部组件厂商。**近年来光伏组件市场格局趋于集中，隆基绿能、天合光能、晶澳科技、晶科能源、阿特斯等头部厂商连续多年占据全国光伏组件出货量前五名。根据索比光伏网数据，2022 年国内光伏组件市场 CR5 已超过 65%，CR10 已超过 90%。公司凭借过硬的产品质量和优秀的供货能力，与国内头部光伏组件制造商建立了长期稳定的合作关系，其中，天合光能、晶澳科技、阿特斯间接或直接持有公司股份，实现上下游深度绑定。此外，公司加大市场开发力度，不断开拓优质客户资源，逐步切入了正泰新能源、一道新能、爱旭股份等光伏组件厂商。

图22 光伏组件行业集中度



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图23 公司前五大客户销售收入占比



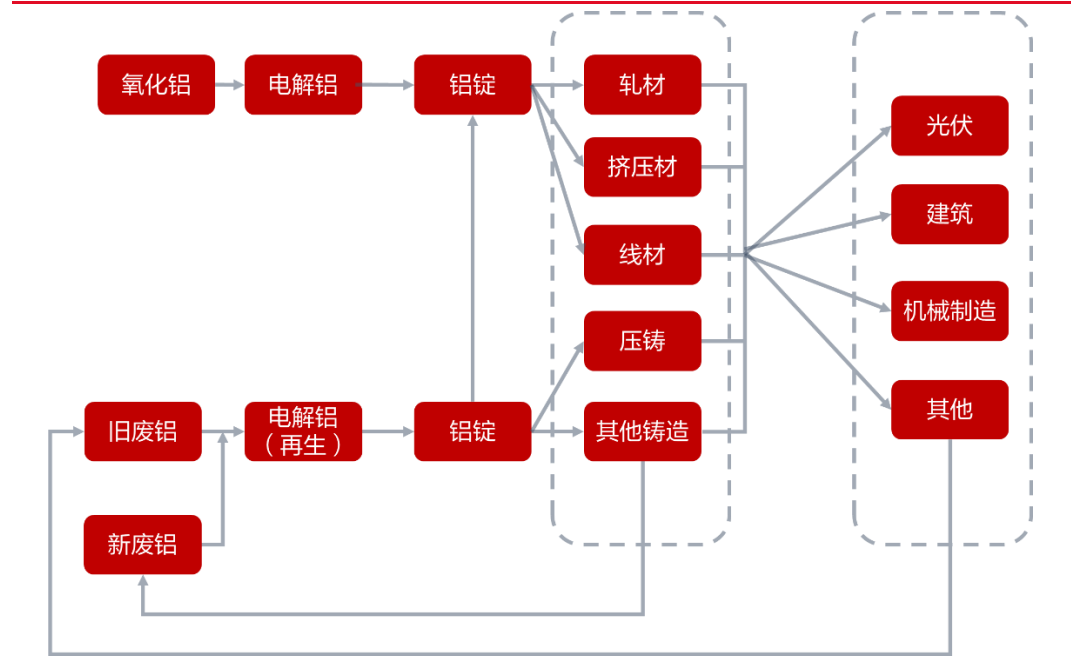
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

### 3.2.上游延伸布局再生铝，一体化降本增厚利润

**我国电解铝产能已接近天花板，政策持续利好再生铝。**原铝生产是以铝土矿为原材料，经氧化铝电解生成电解铝，再铸造成铝锭。再生铝则是由废旧铝合金材料或含铝废料，经重新熔化提炼而得到的铝金属原料。根据国家发改委、工信部等部门联合发布的《有色金属行业碳达峰实施方案》，我国将坚持电解铝产能总量约束，严格执行电解铝产能置换办法。电解铝继续增长的空间有限，我们预测未来新增用铝需求将依靠再生铝满足。近年来，国家也

相继出台多个政策性文件，支持再生金属行业发展，预计 2025 年中国再生铝行业年产量达 1150 万吨。

图24 金属铝产业循环模式



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表5 再生铝行业政策

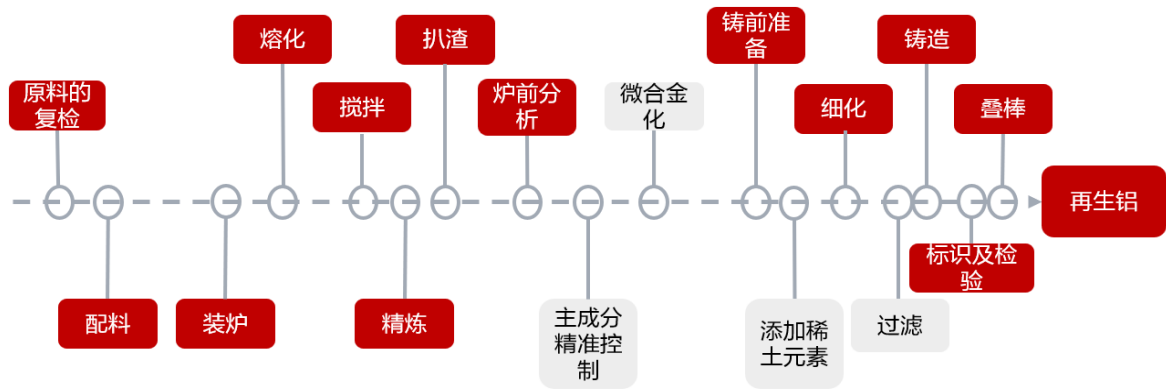
时间	部门	文件名称	内容解读
2021 年	发改委	《西部地区鼓励类产业目录(2020 年本)》	将再生铝、铝加工、再生铝及铝的固废循环利用及处理列入西部地区鼓励类产业(《产业结构调整指导目录》限制类、淘汰类项目除外)。
2021 年	发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	再生铝产业发展目标为 2025 年产量达到 1150 万吨。
2021 年	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	提出加快再生有色金属产业发展，完善废弃有色金属资源回收、分选和加工网络，提高再生有色金属产量。
2024 年	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	提出推动资源高水平再生利用，建设废有色金属再生资源精深加工产业集群，提升废有色金属利用技术水平。
2024 年	国务院	《电解铝行业节能降碳专项行动计划》	支持再生铝产业发展，健全铝产品回收体系，制定铝制品回收等环节标准，提高废铝综合利用水平。

资料来源：政府公告，东海证券研究所

**公司布局再生铝，实现原材料自供。**光伏边框的上游原材料为铝棒，主要有电解铝及再生铝重铸两种方式。公司采用先进生产环保设备及工艺技术，建设再生铝材料加工基地，其中，常州基地拥有 5 万吨产能，芜湖基地拥有 38 万吨，有效保障了上游原材料的供应。再生铝的生产过程主要包括分选、预处理、熔炼、铸锭等工艺。先将原料中的塑料、橡胶等非金属物质与金属物质分离，再区分非铝金属物质并分类堆放，铝材料按照配比熔化、合金化后变为铝液并进行精炼，最后经过铸造得到用于制造光伏边框的铝合金铸棒。再生铝所用的原料废铝可分为新废铝和旧废铝，新废铝指铝制品生产过程中产生的工艺废料和报废产品，旧废铝指铝制品经过消费后从社会上回收的废铝件，可对应铝边框加工过程中产生的边角料以及报废组件边框作为公司再生铝项目的重要原料来源。



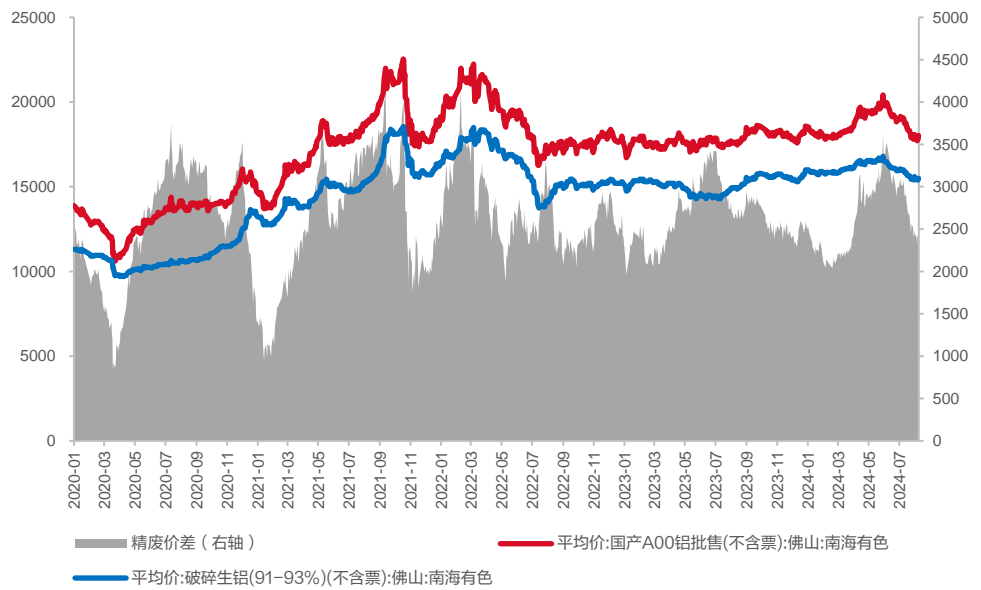
图25 再生铝熔铸流程图



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

再生铝边框在实现节能减排、低资源消耗的同时，可显著降低光伏边框的材料成本。原铝能耗较高且对环境污染较为严重，而每吨再生铝质光伏边框的生产能耗仅为原生铝的 3%，生产 1 吨再生铝可节约 3.4 吨标煤，节省 14 吨水资源，减少固体废弃物排放 20 吨，并且再生铝碳排放量仅为 0.23 吨，是电解铝生产带来碳排放的 2.1%，可大幅减少光伏产业链碳排放。此外，再生铝所用废铝价格显著低于原铝，可在原料端降低边框成本。

图26 原铝与废铝价差（元/吨）



资料来源：南海有色，东海证券研究所

表6 原生铝、再生铝边框碳足迹数据对比

生命周期	具体类别	每功能单位用量	原生铝		再生铝		
			单位	单位活动碳足迹 KgCO <sub>2</sub> e	每功能单位用量	单位	单位活动碳足迹 KgCO <sub>2</sub> e
原料	铝棒	1.00	t	16100.00	1.01	t	304.06
辅料	玻璃砂、封孔剂、硫酸、液碱等	95.11	kg	97.99	0.0043	kg	40.63
包装	托盘、缠绕膜、打包纸、皱纹纸	95.79	kg	23.07	52.79	kg	23.07
运输	原料、辅料、包装、危废等	992.41	tkm	167.43	8.18	tkm	0.93
能源资源	电力（电网）、天然气、自来水等	1232.24	kwh/m <sup>3</sup> /t	795.83	1319.63	kwh/m <sup>3</sup> /t	1494.45
废弃物处理	含铅污泥、含镍污泥	0.08	t	192.66	8.65	t	1.32
总计				17376.98			1864.46

资料来源：永臻股份官网，东海证券研究所

### 3.3.光伏领域横向延伸，拓宽未来成长空间

公司为丰富产品结构，积极布局光伏支架、BIPV 领域产品，目前已初步形成了产品矩阵及经营模式，有效提升了行业周期波动时的风险抵抗能力。

#### 3.3.1.切入光伏 BIPV 领域，打造第二增长极

**多项政策相继出台，助力 BIPV 快速发展。**BIPV，即光伏建筑一体化，指将建筑与太阳能发电相结合，是光伏产业深入建筑领域的新型应用形式。“十四五”期间，我国陆续出台多项绿色建筑及光伏建筑一体化相关政策，2022 年 3 月，住建部印发《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，指出到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗 0.5 亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%。为实现光伏建筑一体化的发展目标，中央机构制定完善的光伏建筑一体化标准，各地政府出台补贴政策，通过强化法规标准和提供资金支持大力推进 BIPV 发展。

**建设标准：**2019 年，市场监管总局制定了《光伏与建筑一体化发电系统验收规范》，规定光伏与建筑一体化发电系统验收以及结构相关工程、电气工程等分项验收基本要求；同年，住建局、市场监管总局出台《建筑光伏系统应用技术标准》，规定新建、扩建、改建建筑光伏系统的设计、施工、验收和运行维护要求；2022 年，《建筑节能与可再生能源利用通用规范》提出新建建筑应安装太阳能系统。

表7 光伏建筑一体化行业和国家标准体系

时间	部门	文件名称	应用领域
2019 年	市场监管总局	《光伏与建筑一体化发电系统验收规范》	规定了光伏与建筑一体化发电系统验收以及结构相关工程、电气工程等分项验收基本要求
2019 年	住建局、市场监管总局	《建筑光伏系统应用技术标准》	新建、扩建、改建建筑光伏系统的设计、施工、验收和运行维护要求
2022 年	住建局	《建筑节能与可再生能源利用通用规范》	规定了新建建筑应安装太阳能系统

资料来源：住建局官网，东海证券研究所

**政策补贴:** 不少地区对于光伏建筑一体化项目按照实际发电量 (0.1-0.4 元/KWH)、装机容量/并网规模 (30-200 元/KW) 进行补贴, 对于超低能耗建设项目、星级绿色建筑项目、近零 (零) 能耗建筑项目则按照建筑面积进行补贴, 金额最高达 600 元/平方。一些地区还依据建筑节能项目对该地区节能减排降碳的贡献按比例给予资金匹配补助, 光伏 BIPV 项目已成为各地政府重点关注项目之一。

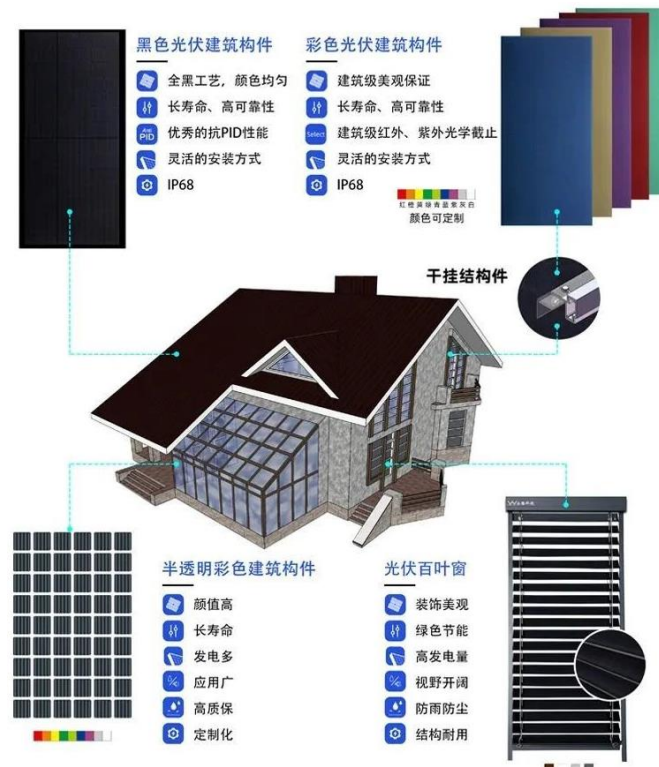
表8 部分地方政府光伏建筑补贴政策

项目标准	补贴方式	补贴定额
光伏建筑一体化项目	并网规模/装机容量	30 元/KW (宣城)、200 元/KW (杭州)、200 元/KW (西安)
	实际发电量	0.1 元/KWH (苏州)、0.4 元/KWH (深圳)
超低能耗建筑项目	建筑面积	30 元/平方 (南京)、300 元/平米 (上海)、600 元/平方 (吉林)
三星级绿色建筑项目	建筑面积	30 元/平方 (南京)、20-30 元/平方 (张家港)、100 元/平方 (上海)
近零、零能耗建筑项目	建筑面积	80、100 元/平米 (南京)、150 元/平方 (深圳)

资料来源: 各地政府官网, 东海证券研究所

**公司 BIPV 产品多样化, 业务体量加速拓展。**公司对传统建筑构件、光伏组件与系统进行重大技术革新, 开发出光伏玻璃幕墙、光伏屋顶、光伏遮阳百叶等光伏低碳建筑产品, 引领光伏建筑一体化发展新趋势, 扩展光伏新能源的应用场景。当前公司光伏 BIPV 产品尚处于起步阶段, 2023 年贡献收入 557.71 万元, 同比增长 75.27%。在政策端持续推动以及组件价格持续下行的背景下, BIPV 渗透率有望快速提升, 公司该项业务规模亦将随之扩大。

图27 公司 BIPV 产品示意图



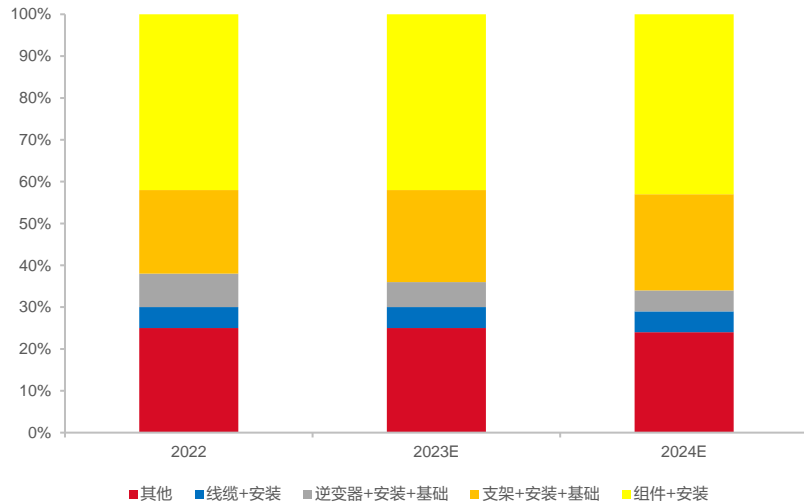
资料来源: 公司公众号, 东海证券研究所

### 3.3.2. 拓展光伏支架产品, 销售体量初具规模

**光伏支架用于支撑发电系统, 提高发电效率。**光伏支架是太阳能发电系统中为放置、安装和固定太阳能面板而设计的特殊结构, 可以帮助太阳能面板调整角度和方向, 使其尽可能

地与太阳光垂直，便于高效转化太阳能。依据安装方式，光伏支架可分为固定支架和跟踪支架，其中，固定支架主要由基础、立柱、主梁、斜撑、檩条五部分构成，跟踪支架主要由结构系统、驱动系统、控制系统三部分构成。光伏支架大约占光伏发电系统成本的 20%，仅次于光伏组件，随着全球光伏装机规模快速扩大，光伏支架市场空间也将持续扩容。

**图28 光伏电站系统成本构成**



资料来源：HIS Marrkit，东海证券研究所

**公司光伏支架销售体量已初具规模。**公司光伏支架产品主要应用于分布式屋顶发电系统固定支架，包括钢檩条、铝合金压块等光伏支架结构件，可满足混凝土平面屋顶、钢结构平面屋顶、彩钢瓦斜面屋顶等多种应用场景的使用需求，产品在拥有良好力学性能的同时，兼具安装便捷的优点。2021 年，公司光伏支架产品产生少量收入，2022 年已开始小规模生产，2022-2023 年分别贡献收入 0.58 亿元、1.45 亿元。

**图29 铝合金分布式支架**



资料来源：公司官网，东海证券研究所

**图30 碳钢分布式支架**



资料来源：公司官网，东海证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测及关键假设

公司主营业务为光伏边框的生产和销售，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 85.41/125.80/168.14 亿元，同比增长 58.43%/47.29%/33.66%，其中，光伏边框收入为 84.02/124.20/166.23 亿元，同比 62.71%/47.82%/33.83%。关键假设如下：

**销量：**目前公司光伏铝边框规划产能达 69 万吨，未来随着优质产能逐步释放，公司将凭借强劲的产品实力和成本控制能力进一步扩大市场份额，预计 2024-2026 年光伏边框出货量分别为 38/60/80 万吨。

**盈利：价格端，**随着光伏产业竞争加剧，国内光伏边框单吨加工费不断下降，目前已基本接近边框厂商的盈利边际，后续下降空间已十分有限，待落后产能逐步出清，国内加工费有望触底回升；公司建设越南基地辐射美国、印度市场，海外更高的加工费有望修复公司盈利。**成本端，**公司布局再生铝且生产工艺持续优化，单位成本仍有下降空间，预计 2024-2026 年光伏边框毛利率为 4.40%/5.12%/5.72%。

**表9 公司盈利预测**

		2023	2024E	2025E	2026E
光伏边框	收入（亿元）	51.64	84.02	124.20	166.23
	增速	15.92%	62.71%	47.82%	33.83%
	成本（亿元）	46.09	80.32	117.85	156.72
	毛利率	10.74%	4.40%	5.12%	5.72%
光伏支架	收入（亿元）	1.45	0.67	0.73	0.88
	增速	148.06%	-53.85%	10.00%	20.00%
	成本（亿元）	1.29	0.62	0.69	0.83
	毛利率	10.57%	6.65%	5.95%	5.90%
光伏 BIPV	收入（亿元）	0.06	0.02	0.02	0.03
	增速	75.47%	-67.23%	20.00%	30.00%
	成本（亿元）	0.05	0.02	0.02	0.03
	毛利率	8.24%	-34.62%	8.00%	10.00%
其他业务	收入（亿元）	0.77	0.70	0.84	1.01
	增速	-88.46%	-8.59%	20.00%	20.00%
	成本（亿元）	0.72	0.96	0.79	0.94
	毛利率	6.72%	-36.34%	6.00%	7.00%
合计	收入（亿元）	53.91	85.41	125.80	168.14
	增速	4.05%	58.43%	47.29%	33.66%
	成本（亿元）	48.15	81.93	119.35	158.51
	毛利率	10.68%	4.08%	5.13%	5.73%

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.2.投资建议及估值

我们采用 PE 估值法，选取四家可比公司，其中，光伏边框厂商高测股份、光伏支架厂商中信博和公司业务类似，福莱特和公司同为光伏辅材重资产环节的龙头，鼎胜新材和公司同为新能源铝加工领域的龙头，2024-2026 年其平均 PE 分别为 21.51/15.99/12.35 倍。公司成本、规模和技术持续领跑行业，布局再生铝降低原材料成本，扩充产能推动市场份额提升，拓展海外市场获取高毛利，光伏边框龙头地位稳固。参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10 可比公司估值（2024年11月22日收盘价）

证券代码	公司	股价（元）	EPS				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
003038.SZ	鑫铂股份	19.28	2.06	1.25	1.83	2.64	9.36	15.42	10.54	7.30
688408.SH	中信博	77.69	2.54	3.42	4.41	5.46	30.59	22.72	17.62	14.23
601865.SH	福莱特	25.20	1.17	0.85	1.19	1.56	21.54	29.65	21.18	16.15
603876.SH	鼎胜新材	9.50	0.60	0.52	0.65	0.81	15.83	18.27	14.62	11.73
	平均值						19.33	21.51	15.99	12.35
603381.SH	永臻股份	22.71	1.56	0.83	1.60	2.69	14.53	27.40	14.23	8.46

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.风险提示

**1.市场需求波动风险。**公司光伏铝边框销量主要依赖于下游光伏装机量的持续增加，受限于关税政策、国家产业政策、原材料价格波动、宏观经济波动等因素，光伏产业具有周期性波动风险。若下游光伏市场未来景气度不及预期，光伏装机量走低，光伏边框需求降低，将会对公司盈利产生较大影响。

**2.边框材料更新换代风险。**目前市场上部分厂商正在进行复合材料边框、钢边框等新型边框的探索工作，虽然其综合性能仍需要经过长时间的大批量应用验证，当前尚未被下游组件厂商所广泛采纳，但无法排除未来其他边框材料市场渗透率逐渐提高，铝合金光伏边框市场空间被抢占的风险。

**3.铝锭价格上涨风险。**受限于供需关系、国际市场环境、宏观经济政策等多种因素，铝锭价格波动性较大。若未来铝价出现短时间内快速上涨，公司毛利率将会出现波动或下滑风险。

**4.行业竞争加剧风险。**公司所处行业内企业正在进行不同程度的扩产计划，行业竞争较为激烈。若公司未能持续保持高水平的工艺技术、或未能有效增强成本控制能力，公司市场份额及利润水平将会受到不利影响。

## 附录：三大报表预测值

## 利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,391	8,541	12,580	16,814
%同比增速	4%	58%	47%	34%
营业成本	4,815	8,193	11,935	15,851
毛利	576	348	645	963
%营业收入	11%	4%	5%	6%
税金及附加	23	36	51	67
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	19	23	35	45
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	50	79	115	151
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	67	106	160	212
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	41	0	0	0
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-11	-8	-2	-5
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	75	108	122	203
投资收益	-15	14	20	27
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0
资产处置收益	-8	1	1	2
营业利润	413	220	426	714
%营业收入	8%	3%	3%	4%
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	416	220	426	714
%营业收入	8%	3%	3%	4%
所得税费用	45	24	47	77
净利润	371	197	379	637
%营业收入	7%	2%	3%	4%
归属于母公司的净利润	371	197	379	637
%同比增速	51%	-47%	93%	68%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.56	0.83	1.60	2.69

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.56	0.83	1.60	2.69
BVPS	9.24	15.45	17.05	19.73
PE	14.53	27.40	14.23	8.46
PEG	0.29	—	0.15	0.12
PB	2.46	1.47	1.33	1.15
EV/EBITDA	4.87	25.66	17.61	12.98
ROE	17%	5%	9%	14%
ROIC	8%	3%	4%	6%

## 资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	495	744	30	-99
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1,997	3,480	4,870	6,183
存货	503	813	1,125	1,419
预付账款	31	38	67	81
其他流动资产	288	457	479	626
流动资产合计	3,314	5,533	6,569	8,211
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,471	1,446	1,784	1,815
无形资产	256	344	440	532
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	53	121	121	121
其他非流动资产	1,308	1,507	2,007	2,106
资产总计	6,401	8,951	10,921	12,786
短期借款	2,402	3,321	4,242	5,162
应付票据及应付账款	125	188	292	376
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	27	39	61	78
应交税费	28	52	71	98
其他流动负债	576	591	1,115	1,295
流动负债合计	3,158	4,190	5,782	7,010
长期借款	808	808	808	808
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	39	39	39	39
其他非流动负债	203	247	247	247
负债合计	4,208	5,285	6,876	8,104
归属于母公司的所有者权益	2,193	3,666	4,045	4,682
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2,193	3,666	4,045	4,682
负债及股东权益	6,401	8,951	10,921	12,786

## 现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	-1,237	-1,611	-556	-680
投资	0	0	0	0
资本性支出	-1,530	-392	-1,100	-395
其他	2	14	20	27
投资活动现金流净额	-1,528	-378	-1,080	-369
债权融资	1,089	917	921	920
股权融资	0	1,305	0	0
支付股利及利息	-55	0	0	0
其他	1,525	29	0	0
筹资活动现金流净额	2,558	2,251	921	920
现金净流量	-218	250	-715	-129

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年11月22日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089