

建滔积层板 Kingboard Laminates (1888 HK)

首次覆盖：周期修复+成长重估，CCL 龙头估值有望重塑

CCL Leader Set for Valuation Rerating Driven by Cyclical Upturn and Growth Story Revaluation: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$28.26
目标价	HK\$35.00
HTI ESG	4.5-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$88.60bn / US\$11.32bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$71.57mn
发行股票数目	3,135mn
自由流通股 (%)	29%
1 年股价最高最低值	HK\$28.26-HK\$7.47
注：现价 HK\$28.26 为 2026 年 04 月 17 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	27.3%	109.6%	303.4%
绝对值 (美元)	27.4%	108.9%	300.1%
相对 MSCI China	26.9%	116.3%	285.2%

HK\$ mn	Dec-25A	Dec-26E	Dec-27E	Dec-28E
Revenue	20,400	28,410	34,114	40,790
Revenue (+/-)	10%	39%	20%	20%
Net profit	2,442	4,866	6,173	7,331
Net profit (+/-)	84%	99%	27%	19%
Diluted EPS (HK\$)	0.78	1.56	1.98	2.35
GPM	19.6%	26.6%	28.0%	28.0%
ROE	14.9%	23.5%	23.4%	22.1%
P/E	36	18	14	12

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

首次覆盖“优于大市”：给予目标价 35 港元，对应 18x PE：公司成立于 2006 年，同年在香港交易所上市，是全球 CCL 龙头。公司具备产业链一体化护城河与 AI 高端材料成长性，当前市场对其仍存在“周期股低估、成长性计入不足”的预期差。与市场多数研究报告相比，本报告采用 SOTP 估值法，对公司盈利驱动与估值逻辑的拆解更为精细，对高性能玻布、传统上游、CCL、特种树脂等核心板块进行独立盈利预测与分部估值，颗粒度较细，同时对公司历史股价进行复盘，深度分析了股价核心驱动因素。我们认为公司进入“传统业务顺价扩利”与“AI 高端材料打开第二成长曲线”的双击阶段，推动估值从周期修复转向成长重估；2026-2027 年在 CCL 价格中枢上移、高端电子布放量、HVLP 铜箔升级及 M6+ 高速材料需求推进带动下，公司业绩中枢有持续抬升的空间。我们采用 SOTP 的估值方法，分别给予公司高性能玻布 / 传统上游业务 / CCL / 特种树脂 / 其他 27 年 30/18/15/15/11x PE，net cash 约 HKD2564mn，27 年合计市值约 HKD110.7bn，对应 18x PE，目标价 HKD35，首次覆盖给予“优于大市”评级。

我们预计公司业绩进入加速上行期，CCL 产品量价齐升，高端玻纤布第二增长曲线逐步兑现：

- **传统 CCL 持续提价，行业周期进入上行通道：**不同于 PCB 行业竞争格局相对分散，CCL 行业产能和厂商较为集中，呈现寡头格局，公司作为行业龙一议价权较强，且在铜价涨价及供需偏紧背景下多次提价（25 年提价 4 次幅度，1H26 提价 20%）保证利润率，随着 PCB 扩产进程加速，CCL 需求增加，行业整体进入周期上行通道。
- **26 年 AI 高端玻纤纱产能增长 30%，第二增长曲线效应明显：**公司高端玻纤业务将成为下一阶段增长核心动力。公司第一个年产 500 吨 LowDK Gen1 电子玻璃纤维纱的窑炉已于 2025 年投产，公司计划 2026 年进一步新增 3 个年产 500 吨的窑炉生产 LowDK Gen1、LowDK Gen2 和 LowCTE 的电子玻璃纤维纱，并于 27 年再新增 8 个年产 500 吨的窑炉，进一步提升高端产品的市占率。**我们预计公司新增玻纤产能 26/27 年分别贡献 4.6/12.0 亿净利润。**在铜箔方面，公司具备铜箔月产能 9000 吨，公司计划 27 年增加铜箔产能，生产高频高速、低信号损耗的 RTF 和 HVLP 铜箔。
- **公司业绩有望持续上行：**我们预计公司 26/27/28 年覆铜板及上游原材料业务收入分别同比增长 41.5%/21.9%/20.0%至 HKD260 亿元 / 317 亿元 / 380 亿元，26-28 年公司总收入分别 +39.3%/+20.1%/+19.6% YoY 至 HKD284 亿元 / 341 亿元 / 408 亿元，26-28 年毛利率分别 26.6%/28.0%/28.0%（历史最高点为 34%），净利润分别 +99.2%/26.9%/18.8% yoy 至 49 亿元 / 62 亿元 / 73 亿元，净利率 17.1%/18.1%/18.0%。

垂直产业链布局形成一体化护城河，涨价周期中弹性更大。公司在 CCL 领域连续多年位居全球第一，按照产量口径市占率约 15%，并具备铜箔-树脂-电子布-CCL 垂直一体化能力，是行业内稀缺的垂直产业链布局，使其在原材料涨价周期中兼具供应稳定性、成本控制能力（铜价上涨 5%，成本上涨约 2%）；公司与 1700 多名客户建立合作，具有充分议价权，多重护城河使公司重复受益于“量增+价升+成本传导”三层逻辑，利润释放效应明显，业绩弹性大。

风险提示：项目投产进度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济风险。

目录

1. 股价分析:	3
1.1 股价复盘: 下游需求与技术迭代影响股价与利润的周期性.....	3
1.2 铜价是股价波动的风向标	4
1.3 股价短期驱动因素: 产品涨价后的提振	5
2. 行业分析: 成本传导叠加供需改善, 行业迎来景气周期.....	5
2.1 覆铜板是 PCB 主要原材料.....	5
2.2 CCL 行业集中度高于 PCB, 龙头充分受益于成本波动	6
2.3 成本传导叠加供需改善, CCL 行业周期景气上行	7
2.4 AI 推动 CCL 从“用量增长”走向“规格跃迁”	8
3. 公司分析: 全球龙头地位稳固, AI 开启新成长周期.....	10
3.1 多年位居覆铜板全球第一, 收入占比超过 95%.....	10
3.2 AI 驱动转型: 高端电子布打造第二增长曲线	12
3.2.1 公司坚持高端化产品研发.....	12
3.2.2 高端电子布进入密集投产期, 增厚利润水平	12
3.3 垂直一体化构建护城河	13
4. 财务预测:	15
5. 估值:.....	16
附录:.....	18
1. 公司股权架构: 母公司建滔集团绝对控股.....	18
2. 公司高管情况	18
3. 公司分红情况	19

1. 股价分析:

1.1 股价复盘: 下游需求与技术迭代影响股价与利润的周期性

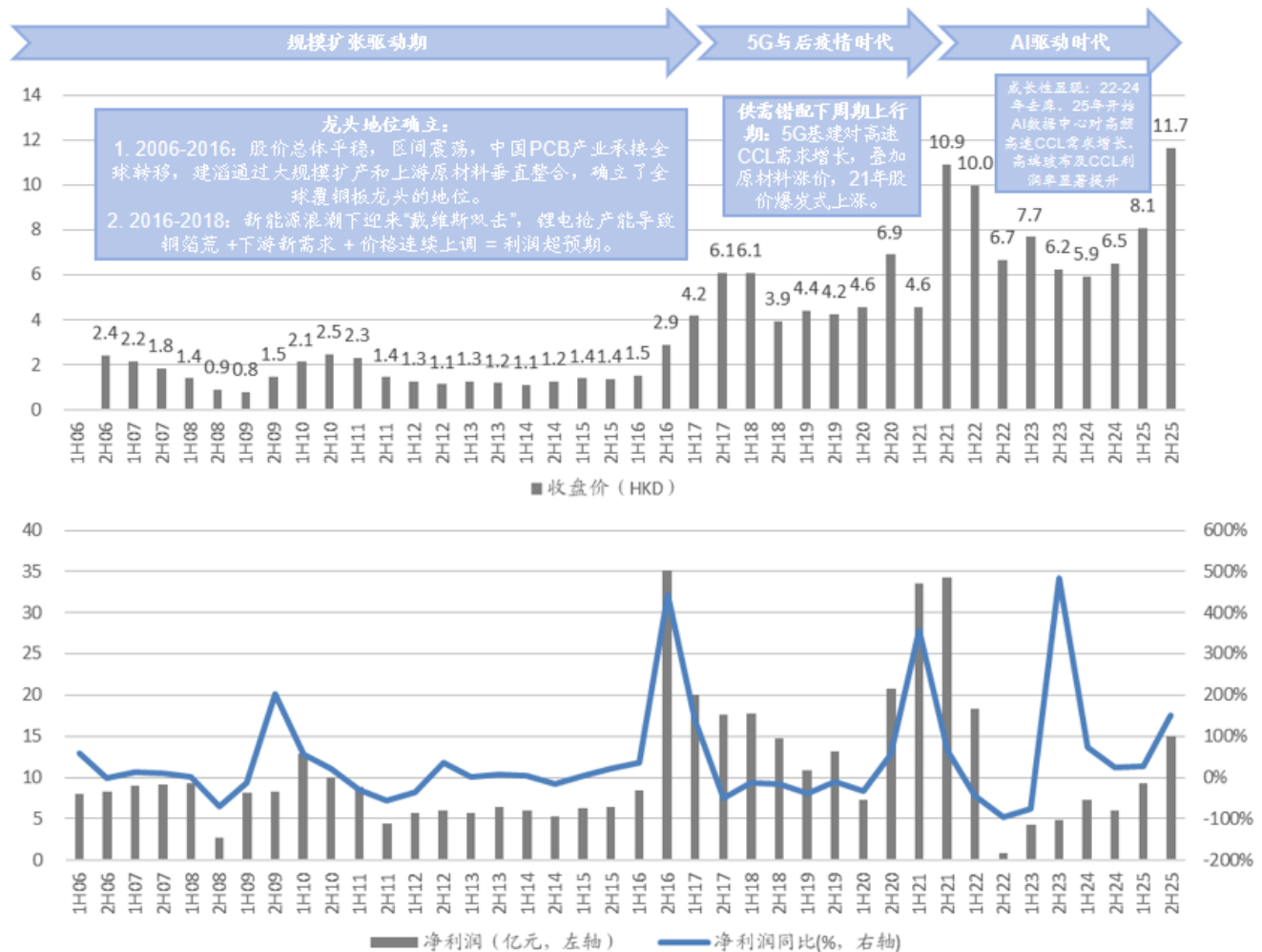
建滔积层板的股价走势总体深度绑定电子基材行业的供需格局演变, 呈现出显著的周期性上行趋势: 从早期的规模效应竞争, 到中期的行业红利驱动, 再到当下由 AI 算力引领的高端化转型。随着公司在 2025 年开始深度布局高性能玻布等核心领域, “成长性”有望逐渐超越传统的“周期性”标签。公司股价整体经历三个阶段:

1) 2006-2018: 规模扩张与龙头地位确立期。 受益于全球 PCB 产能向中国转移的历史机遇, 建滔通过大规模扩产和上游原材料 (铜箔、玻璃布、树脂) 的自主配套, 确立了全球覆铜板的霸主地位。2016-2018 期间, 公司股价进入“戴维斯双击”, 在这一小周期的爆发源于“供给侧错配”。由于新能源汽车爆发夺取了锂电铜箔产能, 导致电子铜箔严重短缺, 公司凭借自给自足的原材料优势, 在行业涨价潮中实现了利润与估值的快速扩张。

2) 2018-2021: 5G 与后疫情时代带来的供需错配。 这一阶段股价实现了跨越式增长, 主要驱动力来自于基础设施升级与全球库存周期。首先, 5G 基站建设对高频高速 CCL 的强劲需求, 带动了公司产品结构的初步升级。同时, 2020 年后, “宅经济”引发消费电子需求暴增, 叠加原材料供应链受阻, 行业进入了极端的“量价齐升”阶段。2021 年上半年, 公司净利润创下历史新高, 垂直一体化模式在原材料暴涨背景下释放了巨大的盈利弹性。

3) 2022-至今: AI 驱动与高端成长转型期。 2022-2024 年, 公司经历两年的深度去库存和行业底部周期。2025 年开始, 随着 AI 服务器及数据中心对超低损耗、高多层 PCB 的要求大幅提升, 建滔前瞻性布局的高性能玻布及高端 CCL 进入收获期; 同时 AI 高性能玻布及 CCL 扩产挤压传统产品产能, 传统产品亦进入供需紧张状态, 公司受益。

建滔积层板股价&利润复盘:



来源: WIND, HTI

1.2 铜价是股价波动的风向标

铜作为覆铜板主要原材料 (成本占比约 40%), 铜价上涨往往伴随股价上涨, 可以作为行业开启时的周期涨价起点, 但受行业供需、公司规模和产业链垂直一体化影响, 公司股价弹性往往高于铜价波动, 例如 3Q17 股价环比上涨 32.6% v.s. 铜价上涨 12.1%。

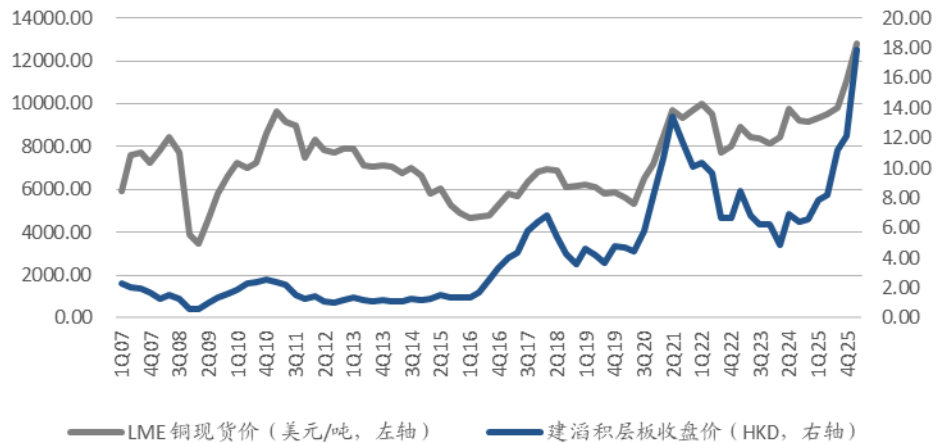
若将影响股价的因素做排序:

第一位是下游需求和技术迭代。 只有当 5G、AI 服务器、新能源汽车等新应用出现时, PCB 需求量出现提升才会实质性改变 CCL 周期格局。

第二位是供需格局和产能缺口。 供需缺口决定行业景气度能够维持多久, 也决定公司涨价周期和利润周期的时间终点。例如 2016 年锂电抢占铜箔产能, 以及 2021 年疫情后的供应链中断, “缺货”产生的恐慌性溢价, 是股价拉升最猛烈的阶段。

第三位是公司自身的利润杠杆和弹性。 建滔区别于同行的一个主要优势是产业链一体化布局, 自产铜箔、树脂、玻纤布可以部分覆盖成本 (详见 3.3 垂直一体化构建护城河中建滔积层板产品流程图), 在周期上行期可以获得更多利润弹性和杠杆。

第四位是铜价的引领作用。 铜价更像是周期开启时的先行指标, 作为外部触发现象, 铜价上涨也会伴随公司产品涨价, 产品涨价亦可以作为公司股价的短期催化因素。



来源: WIND, HTI

1.3 股价短期驱动因素：产品涨价后的提振

公司每次发布涨价后，往往会在短期内刺激股价上涨。

公司涨价通知及股价走势情况：

涨价时间	产品类型	产品涨价幅度	股价走势
2025/8/15	CEM-1/22F/V0/HB; FR-4	+10元/张	8月15日当天股价上涨21%
25年10月上旬		约7-8%	10月上旬股价上涨约13%
2025/12/1	CEM-1/22F/V0/HB; FR-4; PP	+5%; +10%; +10%	12月1日股价上涨约5%
2025/12/26	所有材料	+10%	次日股价上涨7%
2026/3/10	板料; PP (半固化片); 铜箔加工费等所有厚度规格产品	+10%	3月10日股价上涨8%
2026/4/3	板料; PP (半固化片)	10%	4月8日开盘股价涨12%

来源: 公司公告, HTI

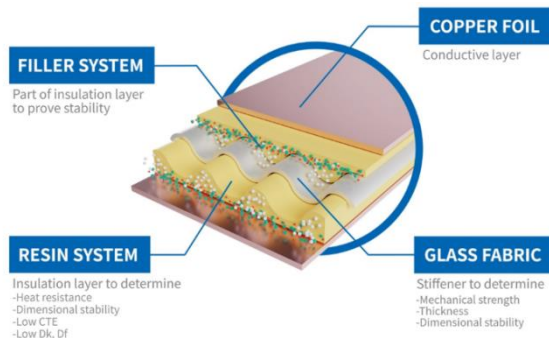
2. 行业分析：成本传导叠加供需改善，行业迎来景气周期

2.1 覆铜板是 PCB 主要原材料

覆铜板 (CCL) 是制造 PCB 的关键上游原材料。覆铜板通过提供电路导通、绝缘支撑与信号传输的基础载体，决定了 PCB 的电气性能、耐热性、机械强度及可靠性。随着高频高速、高散热、高可靠性等需求提升，覆铜板正朝着低损耗、高 Tg、无铅无卤、超薄化、高导热等方向迭代升级。

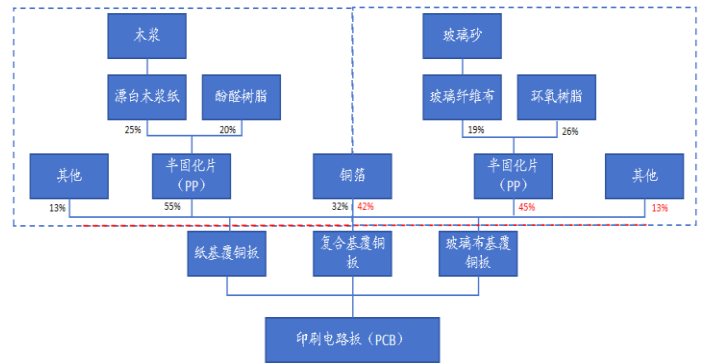
覆铜板占 PCB 总成本的 40%。在 PCB 成本结构中，覆铜板占比最大达 40%，剩余成本中层压与组装环节占 37%，而单独的铜箔和树脂在 PCB 总成本里的占比就较小，分别为 7%和 9%。

覆铜板 CCL 图片



来源: Doosan, HTI

PCB 产业链及成本构成 (%)

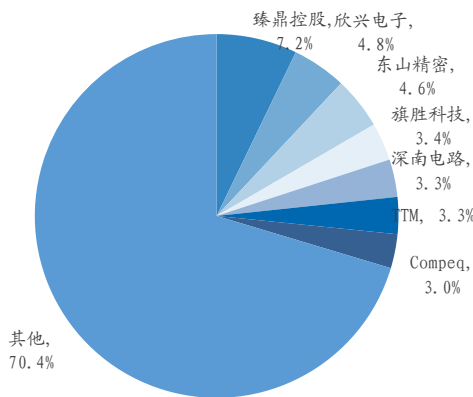


来源: Digitimes, HTI

2.2 CCL 行业集中度高于 PCB，龙头充分受益于成本波动

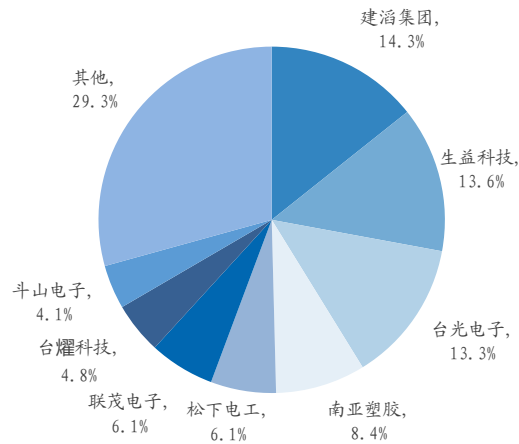
与下游 PCB 相比，覆铜板是一个集中度更高、议价能力更强的中游环节。根据 Prismark 及行业资料，2024 年全球覆铜板 CR5 约 56%，CR8 约 70%，而同期 PCB 行业 Top5 份额仅约 20-25%，显著更分散。

2024 年 PCB 行业竞争格局



来源: Prismark, HTI

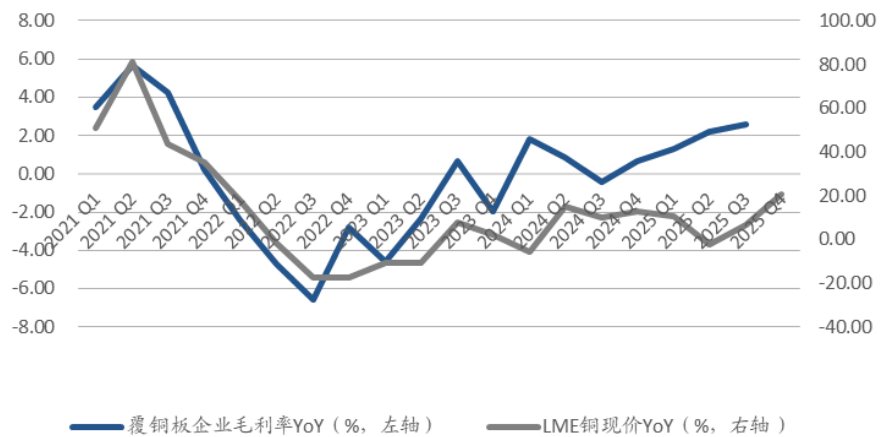
2024 年覆铜板 CCL 行业竞争格局



来源: Prismark, HTI

覆铜板厂商面对的下游客客户较分散，且龙头厂商又具备规模采购、产品认证和配方积累等优势，因此在成本波动期能够更快启动涨价。从历史经验看，铜价上行往往对应 CCL 企业盈利改善，例如，2021 年 LME 铜价现货均价较 2020 年提升约 51%，同期相关 CCL 厂商毛利率同步明显抬升。

覆铜板企业毛利率与 LME 铜价同比 YoY



来源：公司数据，WIND，HTI

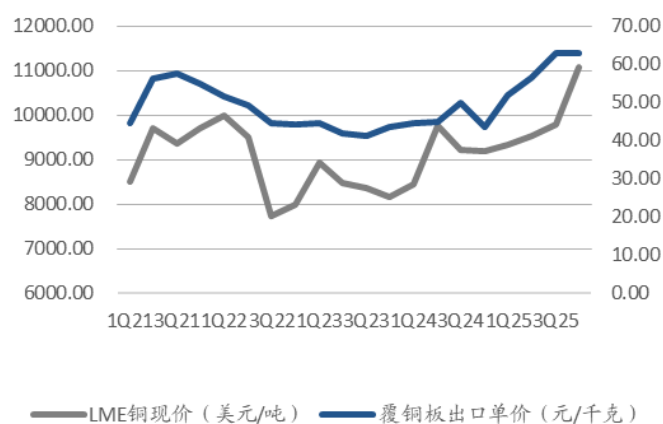
备注：覆铜板企业毛利率采用生益科技、台光、斗山、南亚塑料毛利率均值

2.3 成本传导叠加供需改善，CCL 行业周期景气上行

覆铜板的成本结构决定了其对铜价高度敏感。行业资料显示，CCL 成本中，铜箔占比约 42%，树脂占比约 26%，玻纤布占比约 19%，三大主材合计接近九成成本。铜价是决定行业景气方向的第一变量。

供需结构改善叠加铜价上涨带动 CCL 价格提升。根据行业测算，铜价每上涨 5%，覆铜板成本约上涨 2.1%。2025 年 LME 铜均价由同比上涨 9%至 9945 美元/吨，对应覆铜板成本上涨约 3.8%，而公司提价幅度约 30%；同时，从覆铜板出口情况可以看出，覆铜板出口单价同比波动率高于铜价波动率，覆铜板具备超成本涨价能力，受益于原料价格提升。同时，受益于 AI 浪潮驱动，PCB 及 CCL 厂商稼动率提升、订单改善，多重因素共振下 CCL 迎来景气周期。

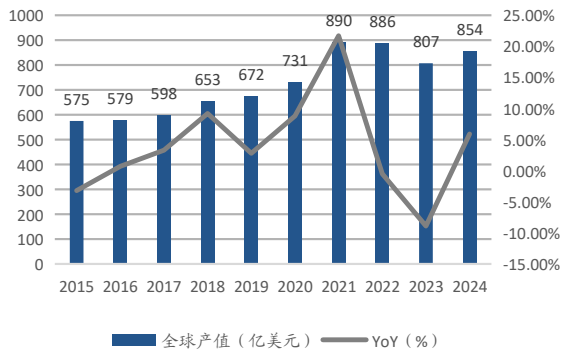
铜价（美元/吨）与覆铜板出口单价（元/千克）



来源：WND，海关总署，HTI

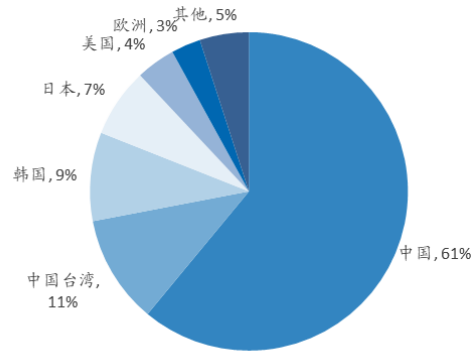
PCB 行业持续扩产，CCL 企业扩产受限，需求边际改善。2024 年下半年以来，PCB 行业扩产节奏明显加快，2025-2026 年成为产能释放关键期，尤其 AI 服务器、高速通信、LPU 配套 PCB 等高附加值赛道，成为扩产核心发力点。据《中国电子电路行业发展年报》测算，2024 年全球 PCB 行业产值同比增长 6% 至 854 亿美元，其中中国营收占比 61%。同时，Prismark 预计 2024-2029E 全球 PCB 行业 CAGR 为 8.2%，显著高于 GDP 水平。传统 CCL 企业改产线至高端 AI 用 CCL 需花费大量时间，且需要提前一年订购丰田织布机（已排产至 2029 年），因此目前 CCL 行业呈现中低端 CCL 产能流失，高端 CCL 产能不足局面。

全球 PCB 产值（亿美元）及 YoY (%)



来源：《中国电子电路行业发展年报》，HTI

2024 年全球 PCB 营收比重 (%) :



来源：《中国电子电路行业发展年报》，HTI

全球主要 PCB 企业扩产情况:

企业	2026年资本支出	扩产情况
臻鼎控股	>500亿新台币	淮安、泰国两大生产基地同步推进共计10座厂房的建设工程
欣兴电子	340亿新台币	70%用于ABF载板领域，产能每年扩张约20%
东山精密	超100亿人民币	含Multek高端PCB、光芯片/光模块、泰国基地、汽车电子等
胜宏科技	不超过200亿元人民币	AI服务器PCB与全球化产能
深南电路	40-45亿元人民币	PCB与IC载板产能爬坡
沪电股份	100-120亿元人民币	新项目开工、密集投入
景旺电子	60-70亿元人民币	珠海金湾基地、泰国工厂
TTM	2.4-2.6亿美元	中国新增的数据中心及算力基础设施建设，未来两到三年内，这部分将带来额外的增量资本开支约2亿
Compeq	百亿新台币	泰国扩产、台湾/大陆产线升级

来源：公司公告，HTI

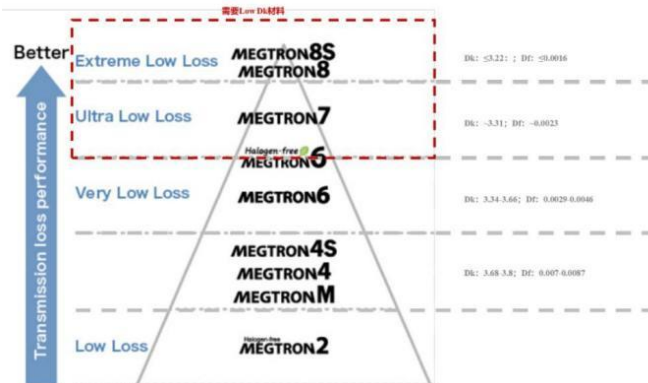
2.4 AI 推动 CCL 从“用量增长”走向“规格跃迁”

AI 成为 CCL 与 PCB 行业核心增量驱动力，据《中国电子电路行业发展年报》，2024 年 AI 领域 PCB 需求增速达 40%，大幅领先其他行业；结合 Prismark 数据，2025—2029 年全球服务器、数据存储领域 PCB 产值 CAGR 预计达 15.6%。AI 高算力场景下高频高速传输需求爆发，持续抬升 CCL、PCB 的性能与规格门槛，AI 服务器 PCB 需配套低介电常数、低介电损耗的高速覆铜板，这类高端材料单价为普通板材的 3-5 倍，单台 AI 服务器的覆铜板使用面积、层数也为传统机型的 2-3 倍，叠加后续 800G/1.6T 交换机、Rubin 平台迭代升级，行业整体向着更高传输速率、更低信号损耗、更高堆叠层数的方向升级，重构高端材料体系标准。

高频高速 CCL 核心性能由介电常数 (Dk) 与介电损耗因子 (Df) 决定, 板材等级从 M7 向 M8、M9 升级过程中, Df 指标持续下探, M9 级别已降至 0.001-0.0005 区间; 而覆铜板三大原材料中, 普通电子玻纤布 Dk 约 6.0, 显著高于树脂的 3.9, 是制约板材高速性能的关键短板, 因此优化降低电子布介电参数, 成为提升高端高速覆铜板性能最核心的路径。参考松下行业划分, M7 及以上超高、极低损耗等级覆铜板, 必须导入低 Dk 特种材料, 逐步替代传统玻纤布, 当前高端电子布已呈现显著供需缺口, 进一步强化高端材料赛道景气度。

根据我们测算, 英伟达架构升级下计算托盘 PCB 价值量及需求量持续增长, Vera Rubin CoWoS 相比 GB300 单机柜计算托盘 PCB 价值量提升约 1 倍, 若采用 CoWoP 架构价值量有望提升 5 倍及以上; Rubin Ultra 相比 Vera Rubin 单机柜计算托盘价值量提升约 6 倍, PCB 需求带动上游 CCL 用量提升。

M7 及以上材料主要情况:



来源: 松下官网, HTI

不同等级覆铜板原材料及应用

覆铜板等级	玻布材质	树脂材质	铜箔材质	下游应用	英伟达架构
M2	普通 E-Glass 玻纤布 (Dk≈6.0)	改性环氧树脂 (低损耗环氧体系)	常规 VLP/RT 铜箔	4G/5G 基站、普通服务器、消费电子	
M4	低 Dk E-Glass 玻纤布 (Dk≈5.5)	高改性环氧树脂/低损耗 PPO 改性环氧	低轮廓 VLP 铜箔	中高端服务器、25G/50G 交换机、存储设备	
M6	低 Dk E-Glass 玻纤布/低 Dk 特种玻纤布	PPO 改性树脂/碳氢改性环氧/萘烯树脂	超低轮廓 HVLP 铜箔	中高端 AI 服务器、数据中心背板	Hopper 架构
M7	低 Dk 特种玻纤布	高纯度 PPO 树脂/碳氢改性树脂	超低轮廓 HVLP3 / 超低轮廓铜箔	高端 AI 服务器、800G 交换机、数据中心核心背板	Blackwell 架构
M8	低 Dk 特种玻纤布/部分石英布 (Q 布)	碳氢树脂/改性碳氢树脂/低 Dk 环氧树脂	极致低轮廓 HVLP / 超低轮廓铜箔	高端 AI 服务器、800G/1.6T 交换机、高速光模块	Blackwell、Rubin 架构
M9	石英布 (Q 布, Dk≈3.8, 极低损耗)	特种碳氢树脂 / ODP/BCB 等极低损耗树脂	极致低轮廓 HVLP / 四代铜箔	下一代 AI 服务器、1.6T+ 交换机、224Gbps 超高速背板	Rubin 架构、Rubin Ultra/Feynman

来源: HTI 整理

英伟达不同架构计算托盘用 PCB 价值量测算:

	单 Tray PCB 块数	单机柜 Compute Tray 数	每块 PCB 层数	材料	单块 PCB 价值量 (美元)	单机柜 Compute Tray 价值量 (万美元)
GB300	2 块	18	22 层	M8 及以下	400-600	1.44-2.16
Vera Rubin	2 块	18	26-28 层	M8 及以上材料	800-1200	2.88-4.32
LPU 架构	1 块	32	52 层	38 层 M7/M8 高速通讯层 M9	2000-3000	6.4-9.6
Rubin Ultra	2 块	72	28 层以上	M8 及以上材料	1200-1800	17.28-25.92

来源: HTI 整理

备注: Vera Rubin 价值量为 CoWoS 架构情况

AI 正在重塑全行业供需结构。行业数据显示，1 单位高端 CCL 产能往往需要改掉 4-5 单位普通产能，AI 对高端产品的吸附效应将导致中低端覆铜板供给越来越紧。同时，M7+高阶 CCL 全球真正具备能力的供应商仅少数几家，其中 M7-M8 产能以韩国斗山为主，M9 产能以台光为主，部分国内企业也正在进行 M8 及以上材料测试，但目前产能供给跟不上 AI 需求；同时，M7/M8 上游二代玻布主要由日东纺供应，日东纺产能扩张有限情况下（每年 20-30%），M7 以上材料存在半年至一年供需缺口。

这一结构性紧张正向全行业扩散：一方面，高端材料如低介电玻纤布、HVLP 铜箔、低 CTE/Q-glass 供应偏紧，行业供需测算也显示，2025 年 LowDK-1/2、LowCTE 均处于供给紧张状态。另一方面，头部厂商为了提升整体盈利，也会主动减少低毛利普通品供给（M9 相比 M7/M8 毛利率提升 10-20ppts），使普通产品价格环境同步改善，传统企业跟随行业供需格局多次涨价。

主要 CCL 厂商 2026 年涨价情况：

主要厂商	提价幅度	提价时间
Resonac	全系列 30%	2026年3月1日起
三菱瓦斯化学	全系列 30%	2026年4月1日起
台耀科技	高端高速系列 22%-27% 普通PP 10%-15%	2026年3月1日起
南亚塑料	高端高速系列 18%-23%(M6-M8) 普通PP 9%-11%	2026年3月1日起
台光	高端高速系列 20%-25%(M8/M9+) 高端高速系列 15%-20%(M7) 普通PP 8%-12%	3月1日新单；4月全面切换
建滔集团	全品类 10%	2026年3月10日起
联茂电子	高端高速系列 18%-23% 普通PP 8%-10%	2026年3月1日起
斗山	高端高速系列 20%-25% 普通PP 10%-12%	2026年3月1日起

来源：公司公告，HTI

3. 公司分析：全球龙头地位稳固，AI 开启新成长周期

3.1 多年位居覆铜板全球第一，收入占比超过 95%

建滔积层板是全球领先的覆铜板制造商，已连续多年位居全球第一，按一般 CCL 产量口径，全球市占率约 15%，2023 年在全球 CCL 竞争格局中仍位列第一，CR4 约 48%。同时，建滔积层板前五大客户销售占比低于 30%，第三方市场收入占比约 78%，客户结构分散，进一步强化了其议价权。

公司业务主要分为三个板块：1）覆铜板业务，主要包括销售 CCL 及上游物料、特种树脂等，具体制造销售的覆铜板分为玻璃布芯覆铜板（FR-4）、纸基覆铜板（XPC,FR-1,FR-2）、复合芯覆铜板。2）物业业务。3）投资业务。

覆铜板业务为公司主营业务，2025 年收入占比 99%，其中覆铜板及上游材料和特种树脂分别占比分别占比 90%和 8%。从溢利占比看，2025 年覆铜板溢利占比为 83%。

3.2 AI 驱动转型：高端电子布打造第二增长曲线

3.2.1 公司坚持高端化产品研发

公司覆铜面板业务与时俱进，紧跟行业高端产品步伐。集团打造覆铜面板研发中心，配备高精尖设备，已成功研发多种高频高速产品应用于 AI 伺服器内 GPU 主板，并通过垂直产业链联动发展成功研发应用于 AI 伺服器的 HVLP3 铜箔及 IC 封装基板用超薄 VLP 铜箔。从时间线看，建滔在特种电子布上的布局并非临时起意，而是已经历较长研发周期。公司管理层披露，超 Low Dk 玻璃纱约五年前开始研发，至 2025 年 5-6 月已实现成功批量生产；首个 500 吨/年 Low Dk 一代电子纱窑炉已于 2025H1 投产。

3.2.2 高端电子布进入密集投产期，增厚利润水平

公司产能扩张严格根据下游订货情况，目前公司新增玻纤布产能已通过台系 CCL 厂认证，预计签订 3 年合同，26 年资本支出约 25-26 亿。

产能方面：1) 2026 年年中预计继续新增 3 条 500 吨窑炉，一条生产 Low Dk 一代布、一条生产 Low Dk 二代布、一条生产 Low CTE 布；到 2027 年，公司建设新工厂再建 8 个窑炉，投产后公司合计玻纤纱产能 6000 吨，对应玻纤布年产能约 1700 万平米。2) 广东韶关新建 70000 吨普通玻纤纱产能，对应约 1.4-1.75 亿米玻纤布产能，预计 26 年下半年投产。

利润方面：1) 根据行业数据，一代布毛利率约 45%，二代布及 Low CTE 布毛利率约 45%，预计公司 26 年四个窑炉平均毛利率 43%，且产能扩张有效降低公司费用率，按照 5.5%期间费用率测算，26 年四个窑炉/27 年十二个窑炉预计带来净利润增量 2.7/8.0 亿元。2) 广东韶关新增 7 万吨普通玻砂预计 26/27 年带来净利润增量 1.9/4.0 亿元。公司玻布新产能预计合计带来净利润增量 4.6/12.0 亿元。

公司扩产项目情况：

产业链	主要产品	生产基地	产能	投产时间
上游材料	Low Dk 玻纤纱	广东清远	1) 一个窑炉年产 500 吨 LowDK Gen1 25H1 已投产；2) 预计 2026 年中将再新增三个 500 吨窑炉生产 Gen2 (生产 LowDK Gen1、LowDK Gen2、LowCTE)；3) 2027 年预计再建一个工厂，投产 8 个窑炉	2025-2026
	电子级玻纤纱	广东韶关	年产 70000 吨	2026 年下半年
	电子级玻纤纱布		年产 9600 万平米	
	厚铜箔	广东连州	月产：1500 吨	2025H1
终端产品	CCL 覆铜板	泰国	月产：100 万张	2024
			月产：分两期各新增 40 万张	

来源：公司公告，HTI

公司新增玻纤布产能利润测算:

HKD, mn	设计产能 (吨)	产能利用率	实际产能 (吨)	收入	毛利率	毛利	费用	净利润
第一个炉	500吨	100%	500	196.63	40%	78.65		
第二个炉	500吨	50%	250	98.31	40%	39.33		
第三个炉	500吨	50%	250	381.25	45%	171.56		
第四个炉	500吨	50%	250	206.25	45%	92.81		
四个窑炉合计				882.44	43%	382.35	5.50%	266.72
广东韶关	70000吨	25%	35000	980.00	30%	294.00	5.50%	191.84
新增产能合计				1862.44	36%	676.35	5.50%	458.56

2027年

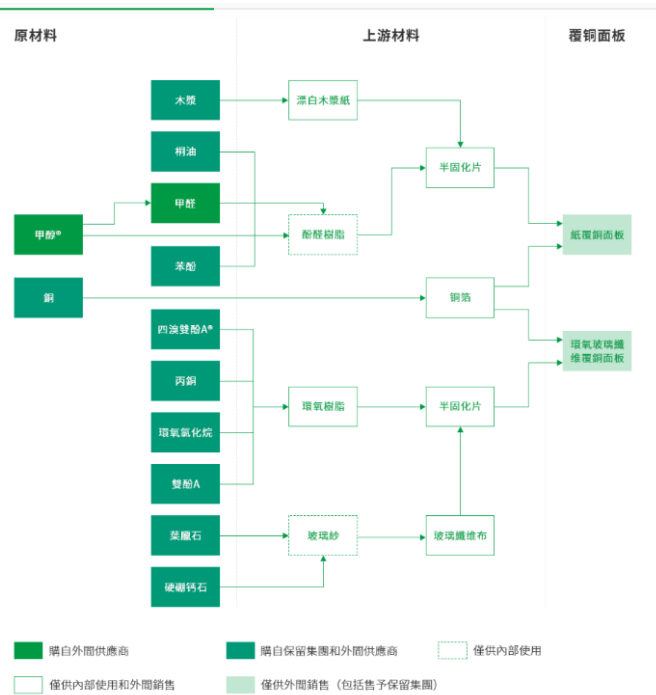
HKD, mn	设计产能 (吨)	产能利用率	实际产量	收入	毛利率	毛利	费用	净利润
第一个炉	500吨	100%	500	196.63	40%	78.65		
第二个炉	500吨	100%	500	196.63	40%	78.65		
第三个炉	500吨	100%	500	762.50	45%	343.13		
第四个炉	500吨	100%	500	412.50	45%	185.63		
第五-十二个炉	4000吨	25%	1000	1000.00	45%	450.00		
12个窑炉合计				2568.25	44%	1136.05	5.30%	798.95
韶关	70000吨	95%	66500	1862.00	32%	595.84	5.30%	397.23
新增产能合计				4430.25	39%	1731.89	5.30%	1196.17

来源: HTI 测算

3.3 垂直一体化构建护城河

公司围绕覆铜板主业所建立的深度垂直一体化体系。公司自 1988 年成立首间覆铜面板厂房、1989 年开始生产纸覆铜面板后,持续沿着产品横向扩品类、沿着产业链纵向做延伸,逐步将上游关键原材料纳入体系内部,覆盖铜箔、玻璃纱、玻璃纤维布、漂白木浆纸、环氧树脂等核心环节,形成了从原料到覆铜板成品的完整产业组织能力。

建滔积层板产品流程图



来源: 公司数据, HTI

上游原材料持续扩产：1) 1) 低介电玻纤纱：公司位于广东清远年产 500 吨低介电玻纤纱项目已于 25H1 第一个窑炉投产，2025 年下半年将再增加三个窑炉，产品包括更高附加值的第二代低介电玻纤纱。2026 年将在园区内再建一个特种玻纤纱工厂，投产六个窑炉。2) 广东省韶关市建设的年产 70,000 吨电子级玻纤纱及年产 9,600 万平米电子级玻纤布将于 2026 年下半年投产。3) 厚铜箔：位于广东连州最新一期月产 1,500 吨的铜箔产能已于 2025 年上半年全面投入使用。

公司各项业务/产品月度产能：

	2025	1H26E	2026E	YoY (%)
CCL				
纸基覆铜板 (片, M)	2	2	2	
玻纤/复合覆铜板 (片, M)	9	9	9	
CCL 原材料				
电子玻纤布 (M)	57	57	65	14%
铜箔 (吨)	9000	9000	9000	
漂白硫酸盐木浆纸 (纸基覆铜板原材料, 吨)	6600	6600	6600	
电子级玻璃纤维纱 (电子玻纤布原材料, 吨)	14900	14900	19400	30%
环氧树脂 (吨)	13000	13000	13000	
PVB (吨)	3200	3200	3500	9%

来源：公司数据，HTI

海外生产基地扩展：2024 年，泰国基地覆铜板月产能已成功提升至 100 万张。未来计划分两期再各增 40 万张/月，最终实现 180 万张/月的总产能，巩固集团作为东南亚最大及最有经验的覆铜板生产商的地位，旨在紧密配合海外客户，协同母公司建滔集团的海外 PCB 业务，增强国际市场的交付能力。



来源：公司官网，HTI

公司多次提价，发挥顺周期中的利润放大器效应。公司覆铜板产品随上游原材料涨价不断提价，保证利润率，2025 年提价 4 次合计幅度约 30%，2026 年再次提价 10%。

4. 财务预测:**营业收入预测:**

- 1) 覆铜板及上游原材料: 由于高端电子布产能 26 年集中释放, 以及不断提价, 量价提升格局下, 我们预计该业务 2026-28 年收入分别同比增长 42%、22%、20%;
- 2) 特种树脂: 树脂价格不断上涨情况下, 我们预计该业务收入 2026-28 年分别同比增长 22%、0%、15%;
- 3) 其他: 根据历史平均增速, 预计 26-28 年收入分别同比增长 15%、0%、15%。

毛利率假设:

由于公司未单独披露各项业务毛利率情况, 原材料涨价叠加供需格局偏紧, 以及公司高端高毛利产品占比持续提升下, 预计 2026-28 年集团毛利率分别为 26.6%、28.0%、28.0%。

我们预计公司 2026-28 年营业利润分别为 HKD6062mn, HKD7743mn, HKD9245mn, 营业利润率分别为 21.3%、22.7%、22.7%; 净利润分别为 HKD4866mn, HKD6173mn, HKD7331mn, 净利率分别为 17.1%、18.1%、18.0%。

公司财务预测:

单位: HKD,百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20400.19	28410.31	34113.92	40789.58
YoY (%)	10.03%	39.26%	20.08%	19.57%
覆铜板及上游原材料	18366.10	25992.33	31695.95	38035.14
特种树脂	1570.11	1910.62	1910.62	2197.22
其他	289.11	332.48	332.48	382.35
物业	77.61	77.61	77.61	77.61
投资收入	97.27	97.27	97.27	97.27
综合毛利	3990.85	7557.14	9551.90	11421.08
毛利率 (%)	19.56%	26.60%	28.00%	28.00%
营业利润	2769.48	6062.41	7743.47	9245.49
营业利润率 (%)	13.58%	21.34%	22.70%	22.67%
净利润	2442.15	4865.70	6172.86	7330.84
YoY (%)	83.60%	99.24%	26.86%	18.76%
净利率 (%)	11.97%	17.13%	18.09%	17.97%

来源: Company data, HTI

5. 估值:

公司兼具全球 CCL 龙头地位、产业链一体化护城河与 AI 高端材料成长性，当前市场对其仍存在“周期股低估、成长性计入不足”的预期差。我们认为公司作为全球 CCL 龙头，进入“传统业务顺价扩利”与“AI 高端材料打开第二成长曲线”的双击阶段，推动估值从周期修复转向成长重估；随着 2026-2027 年在 CCL 价格中枢上移、高端电子布放量、HVLP 铜箔升级及 M6+ 高速材料推进带动下，公司业绩中枢有持续抬升的空间。

我们采用 SOTP 估值法:

- 高性能玻布:** 受益于新增窑炉产能以及高端玻纤布供需格局，产品价格和利润不断上涨，我们预计该业务 27 年净利润 HKD908mn，给予 30x PE，对应市值 HKD27.2bn;
- 传统上游业务:** 受益于广东韶关 70000 吨新增产能 26 年下半年投产，27 年产能爬坡结束，利用率提升，我们预计 27 年该业务净利润同比增长约 33%至 HKD1278mn，给予 18x PE，对应市值 HKD23.0bn;
- CCL 业务:** 公司 27 年 CCL 产能增长，预计该业务净利润同比增长 13%至 HKD3370mn，给予 15x PE，对应市值 HKD50.5bn;
- 特种树脂业务:** 由于 PVB 市场需求旺盛，上游材料受益，预计 27 年该业务净利润 HKD453mn，给予 15PE，对应市值 HKD6801mn;
- 其他:** 预计 27 年净利润 HKD100mn，11x PE，对应市值 HKD1101mn。

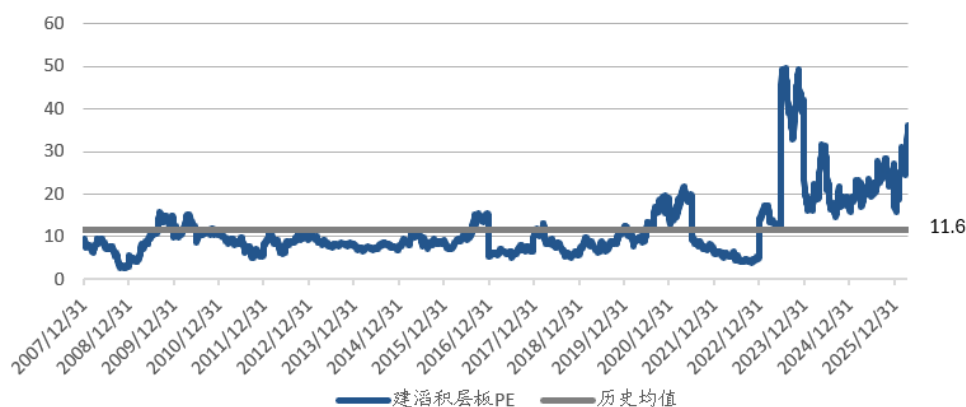
公司 net cash 约 HKD2564mn，总市值 HKD110.7bn，对应 27 年 18x PE，对应目标价 HKD35，首次覆盖给予“优于大市”评级。

可比公司估值表:

股票代码	最新市值 (百万美元)	归母净利润 (百万美元)					CAGR		PE				PEG	
		2025A	2026E	2027E	2028E	25A-27E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E		
A股公司														
生益科技	600183.CH	24673.10	488.85	798.63	1095.58	na	49.70%	49.47	29.89	21.52	na	0.60	0.43	
南亚新材	688519.CH	5113.60	35.24	75.37	120.67	191.35	85.05%	144.11	66.85	41.38	25.72	0.79	0.49	
华正新材	603186.CH	1732.80	40.57	60.90	89.65	148.22	48.65%	41.71	27.45	18.33	10.69	0.56	0.38	
中国巨石	600176.CH	19669.80	481.74	792.34	908.80	1020.74	37.35%	39.83	23.82	20.64	18.27	0.64	0.55	
台股公司														
台光电子	2383.TW	43097.40	873.25	1472.08	3241.73	na	92.67%	48.35	28.28	12.29	na	0.31	0.13	
南亚塑料	1303.TW	22014.70	1268.56	1518.96	2437.96	na	38.63%	16.35	13.49	8.03	na	0.35	0.21	
台玻	1802.TW	6829.70	798.92	na	na	na	na	7.55	na	na	na	na	na	
海外公司														
斗山电子	000150.KS	14804.30	306.93	465.75	480.01	348.28	25.06%	47.23	30.79	29.84	41.51	1.23	1.19	
Resonac	4004.JP	14577.80	511.47	697.90	861.95	803.00	29.82%	27.50	19.89	15.91	17.15	0.67	0.53	
平均值							50.87%	46.90	30.06	20.99	22.67	0.64	0.49	
建滔积层板	1888.HK	11316.10	313.10	623.81	791.40	939.86	58.98%	35.14	17.14	13.30	11.04	0.29	0.23	

来源: BBG, WIND, HTI

建滔积层板历史 PE:



来源: BBG, HTI

公司 SOTP 估值表:

HKD, mn	营业收入		净利润		PE	市值
	2026E	2027E	2026E	2027E		
高性能玻布	1003	2918	303	908	30	27237
YoY		191%		200%		
传统上游	5889	7369	962	1278	18	23007
YoY		25%		33%		
CCL	19101	21409	2976	3370	15	50547
YoY		12%		13%		
特种树脂	1911	1911	450	453	15	6801
其他	507	507	99	100	11	1101
Net Cash						2564
合计	28410	34114	4791	6109		110745
总股数						3122
TP						35

来源: HTI

风险提示:

1. 项目建设进度不及预期:

若公司目前新增窑炉产建设和投产进度不及预期, 公司高端玻布利润可能受到影响, 进而影响公司成长性。

2. 下游需求不及预期:

公司覆铜板及高端玻布产品主要应用于 AI 服务器、新能源汽车、消费电子等 PCB 领域, 下游行业的景气度直接决定产品的市场需求。若终端消费电子需求疲软、AI 服务器景气度回落, 下游客户可能减少订单或延长采购周期, 导致公司面临产品价格承压的风险, 对公司的营业收入与盈利能力造成负面影响。

3. 行业竞争加剧:

随着高端玻璃布行业景气度持续上行, 行业内现有企业纷纷启动扩产计划, 同时也吸引了部分新进入者布局, 未来市场竞争可能进一步加剧。一方面, 新增产能集中释放可能导致行业供给过剩, 引发价格战, 压缩公司产品的盈利空间; 另一方面, 竞争对手在技术研发、产能规模、成本控制等方面的提升, 可能削弱公司的市场份额和竞争优势, 对公司的行业地位和长期发展构成挑战。

4. 宏观经济风险:

公司所处的电子材料行业与宏观经济周期高度相关, 若全球或国内宏观经济出现波动, 包括但不限于地缘政治冲突、通货膨胀加剧等, 可能影响市场景气度及下游需求扩张, 同时, 原材料价格大幅波动、汇率波动等因素, 也可能直接影响公司的生产成本和出口业务, 对公司的经营业绩产生不确定性影响。

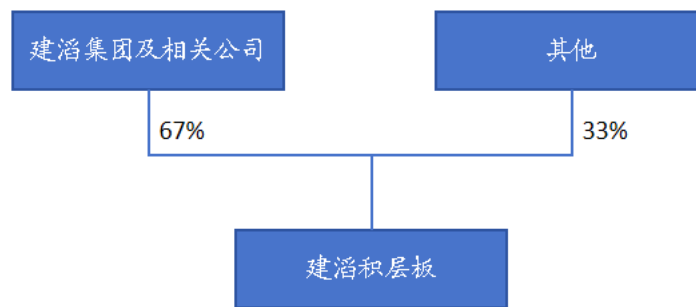
附录:

1. 公司股权架构: 母公司建滔集团绝对控股

建滔积层板的股权结构长期呈现“母公司高比例控股、控制链条清晰、实际控制权高度稳定”的特征。截至 25 年 6 月 30 日，建滔集团仍为公司最终控股股东，并通过直接持股 Jamplan (BVI) Limited、建滔投资有限公司等三条路径合计控制公司约 73.76% 的股份。

控股股东建滔集团曾进行两次配售: 1) 25 年 7 月 17 日公告配售 7850 万股, 配售后持股比例下降至 71.25%; 2) 26 年 3 月 18 日, 公司发布公告计划配售 1.3 亿股配售股份, 配售后持股比例下降至 67%。

公司股权架构:



来源: 公司公告, WIND, HTI

2. 公司高管情况

建滔积层板董事会的一个鲜明特征是控股权高度集中背景下的“家族核心+职业经理+独董制衡”治理结构, 执行层内部存在家族纽带。执行董事均在行业内有多年经验, 主席及执行董事张国华负责集团整体战略规划。

公司高管情况:

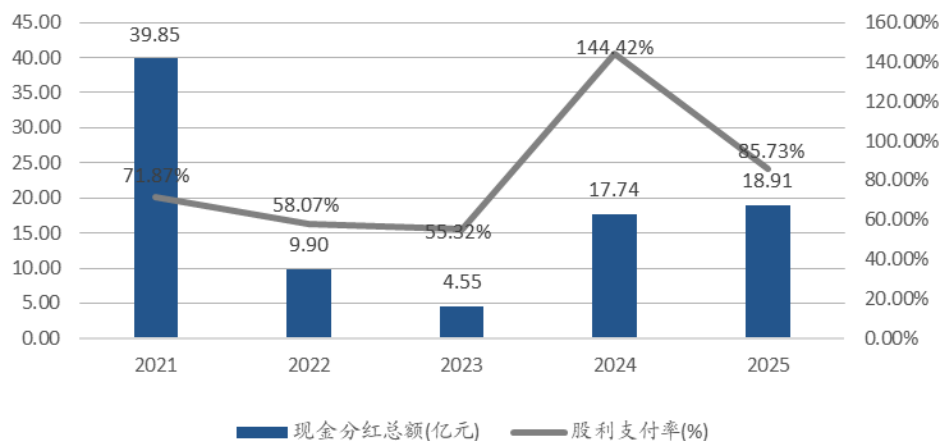
姓名	职务	主要职责或分工	关键任职背景
张国华	主席、执行董事	负责集团整体战略规划及总方针和目标的制定	1988 年加盟建滔集团, 对多种工业产品市场推广拥有 36 年以上经验
张国强	董事总经理、执行董事	负责整体执行集团策略计划及目标工作	1991 年加盟建滔集团, 在覆铜面板行业有超过 33 年经验
张国平	执行董事	负责集团市场推广业务, 并为中国佛冈和韶关覆铜面板厂房总经理	1988 年加盟建滔集团, 对市场推广有超过 36 年经验
张家豪	执行董事	参与华南地区覆铜面板市场推广工作, 为位于泰国之环氧玻璃纤维覆铜面板厂总经理	2004 年加盟建滔集团
林家宝	执行董事	覆铜板上游物料生产和销售, 地区政府关系	建滔集团联合创始人之一, 在销售及分销覆铜面板方面有超过 36 年经验
周培峰	执行董事	深圳、佛冈、江门及江阴四家环氧玻璃纤维覆铜面板厂总经理	1999 年加盟建滔集团, 持有重庆大学机械工程学士学位及吉林大学材料加工工程硕士学位

来源: 公司公告, HTI

3. 公司分红情况

公司分红方案具备盈利与现金流双支撑。2025 年公司现金分红总额约 19 亿元。股利支付率 86%。

公司现金分红情况：



来源：WIND，HTI

建滔积层板财务摘要:

Key Ratios	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26E	Dec-27E
Growth				
Revenue growth	10.7%	10.0%	39.3%	20.1%
EBITDA growth	20.0%	43.0%	82.1%	25.2%
Net profit growth	46.4%	83.6%	99.2%	26.9%
Margin				
Gross margin	17.7%	19.6%	26.6%	28.0%
Operating margin	11.7%	13.6%	21.3%	22.7%
EBITDA margin	15.9%	20.6%	26.9%	28.1%
Pre-tax profit margin	9.4%	15.0%	21.4%	22.6%
Tax rate	23.4%	20.2%	20.1%	20.1%
Net profit margin	7.2%	12.0%	17.1%	18.1%
Key Ratios				
ROE	8.7%	14.9%	23.5%	23.4%
ROA	5.8%	9.6%	16.6%	17.1%
Capex/revenue	2.9%	7.2%	10.0%	4.3%
Credit analysis				
Debt/EBITDA (x)	2.6	2.2	1.1	1.0
Debt/Equity	50.4%	55.6%	41.2%	36.5%
Net debt to equity	-1.2%	15.7%	9.6%	-5.5%

Profit & Loss (HKD mn)	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26E	Dec-27E
Total revenue	18,541	20,400	28,410	34,114
Cost of sales	-15,263	-16,409	-20,853	-24,562
Gross profit	3,278	3,991	7,557	9,552
Total operating costs	1,103	1,221	1,495	1,808
Operating profit	2,176	2,769	6,062	7,743
EBITDA	2,940	4,205	7,655	9,588
Depreciation and amortisation	949	984	1,341	1,593
Interest income	0	0	0	0
Interest expense	255	161	224	270
Pre-tax profit	1,735	3,060	6,090	7,726
Taxation	-405	-618	-1,224	-1,553
Minority interests	4	-0	-0	-0
NP attributable to Company	1,326	2,442	4,866	6,173
Net profit	1,330	2,442	4,866	6,173

Balance Sheet (HKD mn)	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26E	Dec-27E
Total cash and equivalents	1,924	1,628	933	4,795
Accounts receivable, other receivables and prepayments	4,252	5,516	6,142	7,375
Notes receivable	2,787	3,563	4,270	5,127
Others	4,837	4,836	5,945	6,762
Total current assets	13,800	15,543	17,289	24,059
PP&E	6,921	7,122	9,120	9,054
Investment property	1,229	1,229	1,229	1,229
Right-to-use assets	562	562	623	675
Total other assets	599	1,019	1,019	1,019
Total non-current assets	9,311	9,932	11,992	11,979
Total assets	23,110	25,475	29,281	36,037
Accounts payable and other payables	2,314	2,660	3,123	3,678
Notes payable	516	436	679	800
Others	2,933	5,017	3,750	4,156
Total current liabilities	5,763	8,113	7,552	8,635
Long-term debt	1,615	637	637	637
Others	361	358	358	358
Total non-current liabilities	1,977	995	995	995
Total liabilities	7,740	9,108	8,547	9,630
Shareholders' equity	15,342	16,028	20,395	26,068
Minority interests	27	339	339	339
Total equity	15,370	16,367	20,734	26,407
Total liabilities & shareholders' equity	23,083	25,136	28,942	35,698

来源: Company data, HTI 预测

Cash Flow (HKD mn)	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Net Income	1,330	2,442	4,866	6,173
Cash flow from operations	2,708	2,600	4,696	5,804
Cash flow from investing activities	-810	-1,117	-2,926	-1,580
Cash flow from financing activities	-1,928	1,229	-1,990	-362
Cash at beginning of period	2,027	1,924	1,154	933
Total cash generated	-29	2,712	-221	3,862
Implied cash at end of period	1,924	1,154	933	4,795
Free cash flow	2186	2973	1026	871

APPENDIX 1

Summary

Initiating coverage with an Outperform rating: Target price set at HK\$35, representing 18x P/E. Founded in 2006 and listed on the Hong Kong Stock Exchange the same year, the Company is a global leader in the Copper Clad Laminate (CCL) industry. Boasting a competitive moat through vertical integration and significant growth potential in high-end AI materials, the Company currently presents a market "expectation gap" where it is undervalued as a cyclical stock with its growth prospects insufficiently priced in. **Compared to most market research, this report utilizes a SOTP valuation methodology, providing a more granular deconstruction of earnings drivers and valuation logic through independent earnings forecasts and segmental valuations for core divisions—including high-performance glass fabric, traditional upstream operations, CCL, and specialty resins—while also reviewing historical share price performance to analyze key price drivers in depth.** We believe the Company has entered a "double play" phase of margin expansion in traditional businesses via favorable pricing and the emergence of a "second growth curve" in high-end AI materials, driving a valuation shift from cyclical recovery to growth-oriented re-rating. Driven by rising CCL price baselines, volume ramp-ups in high-end electronic fabrics, upgrades in HVLP copper foil, and accelerating demand for M6+ high-speed materials, there is significant room for the Company's earnings baseline to trend upward through 2026-2027. Applying SOTP valuation, we assign 2027E P/E multiples of 30/18/15/15/11x to high-performance glass fabric, traditional upstream, CCL, specialty resins, and other segments respectively; factoring in a net cash position of approximately HK\$2,564mn, we derive a total 2027 market capitalization of approximately HK\$110.7bn, implying an overall 18x P/E and a target price of HK\$35, initiating coverage with an Outperform rating.

We expect the company's earnings to enter an accelerated upcycle, driven by the simultaneous expansion of volume and price in CCL products, while the second growth curve of high-end glass fabrics gradually crystallizes:

1) **Traditional CCL continues price hikes as the industry cycle enters an upward trajectory:** Unlike the relatively fragmented competitive landscape of the PCB industry, the CCL industry features concentrated capacity and players, exhibiting an oligopolistic structure. As the industry leader, the company possesses strong bargaining power and has implemented multiple price hikes amid rising copper prices and tight supply-demand dynamics (4 price hikes in 2025; a 20% hike in 1H26) to defend margins. With the acceleration of PCB capacity expansion and increasing CCL demand, the industry as a whole is entering a cyclical upswing.

2) **30% capacity growth in AI high-end glass fiber yarn for 2026E, AI materials yields a pronounced second growth curve effect:** The company's high-end glass fiber business is set to become the core driver for the next stage of growth. The company's first furnace with an annual capacity of 500 tons of Low-DK Gen1 electronic glass fiber yarn commenced production in 2025; the company plans to add three more 500-ton furnaces in 2026 to produce Low-DK Gen1, Low-DK Gen2, and Low-CTE electronic glass fiber yarns, followed by an additional eight 500-ton furnaces in 2027 to further capture market share in high-end products. We estimate that the company's new glass fiber capacity will contribute HKD 0.46bn/1.20bn to net profit in 2026/2027, respectively. Regarding copper foil, the company maintains a monthly capacity of 9,000 tons and plans to expand capacity in 2027 to produce RTF and HVLP copper foils characterized by high frequency, high speed, and low signal loss.

3) **Earnings poised for sustained growth:** We forecast revenue from the CCL and upstream raw material segments to grow by 41.5%/21.9%/20.0% YoY to HK\$26.0bn/31.7bn/38.0bn in 2026E/27E/28E, respectively. Total revenue for 2026E-28E is projected to increase by 39.3%/20.1%/19.6% YoY to HK\$28.4bn/34.1bn/40.8bn, with gross margins expected at 26.6%/28.0%/28.0% (vs. a historical peak of 34%). Net profit is forecasted to grow by 99.2%/26.9%/18.8% YoY to HK\$4.9bn/6.2bn/7.3bn, representing net margins of 17.1%/18.1%/18.0%, respectively.

Vertical integration across the supply chain forms an entrenched moat, offering greater earnings elasticity during price hike cycles. The company has maintained its global number-one position in the CCL sector for consecutive years, with a market share of approximately 15% by production volume. It possesses vertical integration capabilities across copper foil, resin, electronic glass fabric, and CCL, a rare strategic positioning within the industry that ensures supply stability and superior cost control during raw material inflationary cycles (a 5% increase in copper prices typically results in only a ~2% increase in costs). With a collaborative network of over 1,700 clients, the company yields significant bargaining power. These multiple moats allow the company to repeatedly benefit from the triple-play logic of "volume growth, price appreciation, and cost pass-through," leading to a pronounced profit release and high earnings sensitivity.

Risks: Project commissioning falling short of expectations, intensifying industry competition, volatility in raw material prices, and macroeconomic risks.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

ESG 表现良好，重视环境和碳排放

Social:

注重社会责任，有劳工标准和相关机制

Governance:

企业治理规范，表现良好

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙小涵，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaohan Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，张晓飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaofei Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2026 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

截至 2025 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	93.9%	5.8%	0.2%	93.9%	6.0%	0.1%
投资银行客户*	1.9%	1.0%	0.0%	3.0%	4.0%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2026

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	93.9%	5.8%	0.2%	93.9%	6.0%	0.1%
IB clients*	1.9%	1.0%	0.0%	3.0%	4.0%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”)的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”)的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”),或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”)于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”)定义的豁免财务顾问,可(a)提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议(b)发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1)条,第 17-11 (1)条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”)监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”)所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”)和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」)研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

Recommendation Chart

Kingboard Laminates - 1888 HK



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates