

电力设备

2022 年 05 月 12 日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2022 年 05 月 11 日

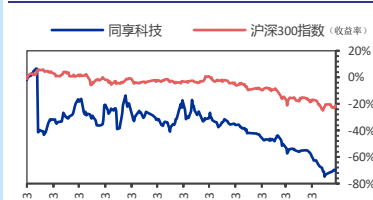
收盘价 (元)	9.25
一年内最高/最低 (元)	32.88/7.5
市净率	2.7
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	547
上证指数/深证成指	3058.70/11109.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	3.38
资产负债率%	53.96
总股本/流通 A 股 (百万)	103/59
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

谢金翰 A0230121010005
xiejh@swsresearch.com

联系人

谢金翰
(8621)23297818×转
xiejh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

同享科技 (839167)

——光伏焊带领军标杆，量、利齐升高增长

投资要点：

- **光伏焊带行业标杆，产品领先打造新增长点。**公司自 2010 年成立以来一直专注于高性能光伏焊带的研发、生产和销售。截至 2022 年 Q1 末，公司已经拥有焊带产能 1500 吨/月，年化产能 1.8 万吨/年。同时 22 年是公司高毛利 SMBB 焊带放量元年，随着公司募投项目快速落地，有望在 22 年迎来量、利齐升。同时，2022 年整个光伏产业链硅料成本压力将逐步缓解，公司有望在下游恢复高增长之际，进一步扩大自己市场份额，光伏焊带星星冉冉升起。
- **光伏市场空间巨大，硅料供给缓解成本压力。**在“碳中和”背景下光伏装机需求迅速扩大，在经历了 21 年硅料价格高企的高成本之后，2022 年我国硅料产能将达到 85 万吨以上，环比上一年度增加 33 万吨/年，成本压力有望得到舒缓，根据 500-600 吨/GW 的焊带需求，预计焊带将于 2022 年达到 81.3 亿市场规模。同时未来 9 主栅及以上电池片将成为主流，预计到 25 年将完全替代 5 主栅电池片，MBB 焊带的需求将随 9 主栅及以上电池片的发展而进一步扩大。
- **双龙头格局稳定，专注一线大客户降本增效。**光伏焊带是光伏组件的部件之一，行业细分，以中国企业为主，目前形成了“宇邦新材+同享科技”双龙头格局，2020 年市占率分别为 15.6%、11.9%。与宇邦新材分散客户的战略不同，同享采用大客户战略，以组件行业一线厂商为主，前五大客户销售额常年维持在 95% 以上。公司的大客户策略在提升公司市占率的同时也有效降低了销售成本。为适应龙头客户的大规模扩产需求，公司持续扩建产能，在新增产能持续释放的同时也维持了高产能利用率。未来有望随着组件龙头市占率提升拥有更强的市场竞争力。
- **产能落地，盈利能力反弹，公司有望迎来量、利齐升。**面对市场对高性能新产品的需求，上市募投 1 万吨新产能，随后 21 年 12 月作为北交所首批增发的公司推出了焊带 1.5 万吨募投项目，产能落地将在 22-23 年逐步兑现。同时 21 年上半年推出了具有业内领先水平的三角焊带，在具有高吸光率的同时还具有更高的可靠性和稳定性，符合下游市场隆基、阿特斯等一线客户的需求，有望在 22 年迎来量、利齐升。
- **首次覆盖，给予公司“买入”评级。**公司作为焊带赛道双龙头之一，有望在产能落地之际快速扩大市场份额，同时新产品放量、原材料价格缓解，盈利能力反弹在即，首次覆盖给予公司“买入”评级，预计公司 22-24 年营业收入 18.2、21.3、23.4 亿元，归母净利润 0.97、1.23、2.17 亿，对应 PE 为 10、8、4 倍。
- **风险提示：硅料价格维持高位、产能投放不及预期、铜价涨幅超预期**

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	803	328	1,815	2,133	2,340
同比增长率 (%)	28.5	73.6	126.1	17.5	9.7
归母净利润 (百万元)	54	10	97	123	217
同比增长率 (%)	-10.3	-46.4	79.8	26.7	76.8
每股收益 (元/股)	0.52	0.10	0.94	1.19	2.10
毛利率 (%)	12.1	10.8	10.9	11.3	15.1
ROE (%)	15.9	2.9	22.3	22.0	28.0
市盈率	18		10	8	4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为焊带赛道双龙头之一，有望在产能落地之际快速扩大市场份额，同时高毛利产品放量、原材料价格缓解，盈利能力反弹在即，有望在下游恢复高增长之际，进一步扩大自己市场份额，光伏焊带星星冉冉升起。预计公司 22-24 年营业收入 18.2、21.3、23.4 亿元，归母净利润 0.97、1.23、2.17 亿，对应 PE 为 10、8、4 倍，**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

关键假设点

焊带产能：公司定增扩产项目稳步推进，预计公司在 22-24 年底将形成产能 2/2.7/3 万吨产能。

焊带售价：随着未来原材料价格回落，预计公司未来产品售价维持在 9/8/8 万/吨。

毛利率：公司 22 年推出三角焊带，盈利能力较传统的圆形焊带、汇流条较强，预计 22-24 年毛利率为 10.9%/11.3%/15.1%。

有别于大众的认识

市场可能认为公司所属光伏焊带赛道具备技术门槛低、未来竞争格局有恶化的可能性。我们认为，光伏焊带是组件生产中的中重要环节，下游大客户如隆基、晶科、晶澳都对焊带有较高的要求，往往喜欢和能够保证产品质量的公司合作，同时未来 N 型电池片占比逐步提升，公司研发的高端焊带，如低温焊带都将加深公司的护城河，营造产业壁垒。

市场可能认为焊带环节原材料占比高、下游议价能力弱，盈利能力“两头被挤压”。我们认为，随着未来公司高毛利产品逐步面世，公司的盈利能力会不断提升，同时下游组件市场集中度正在逐年升高，公司的大客户经营策略有望受到集中趋势的传导，快速抢占焊带市场份额，加强产业链话语权。

股价表现的催化剂

1.产能投放进度超预期；2.原材料价格快速下跌。

核心假设风险

1.硅料价格维持高位；2.产能投放不及预期；3.铜价涨幅超预期。

目录

1.光伏焊带龙头，业绩稳定增长	6
1.1 专注高性能光伏焊带，树立行业标杆	6
1.2 收入规模稳步扩大，新产品投放改善盈利水平	7
2.光组件开工回暖，焊带行业持续受益.....	8
2.1 组件端重要耗材，铜和锡为主要材料	8
2.2 光伏装机带来焊带需求，对应 500-600 吨/GW.....	10
2.3 硅料产能投放在即，成本压力有望缓解	12
2.4 焊带市场分散，呈现双龙头格局	14
2.5 组件龙头集中显著，趋势有望向焊带传导	15
3. 产品持续升级，大客户战略凸显竞争优势	17
3.1 产能投放在即，产品矩阵丰富	17
3.2 坚定执行大客户策略，与组件龙头深度绑定	18
3.3 铜价上涨趋缓，公司毛利逐步改善	20
4.估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 公司估值	23

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	6
图 2：公司产品按应用方向可分为汇流焊带和互联焊带.....	6
图 3：公司产品按产品性能特征分类示意图	6
图 4：公司股权结构示意图（截止 2022/05/10）	7
图 5：2017-2022Q1 公司营收、归母净利润及其增速（百万元、%）	7
图 6：2018-2021 公司主营业务收入结构（百万元）	8
图 7：2018-2021 公司主要产品毛利率（%）	8
图 8：光伏焊带处于光伏产业链的中游	9
图 9：光伏焊带结构及工作原理	9
图 10：2017-2025 年我国新增光伏装机容量及预测（GW）	10
图 11：2017-2025 年全球新增光伏装机容量及预测（GW）	10
图 12：2018-2021 年中国光伏组件总产能（GW、%）	10
图 13：不同用量对应的全球光伏焊带市场规模（亿元）	11
图 14：2020-2030 年不同主栅电池片市场占比变化趋势	11
图 15：21/3/26-22/5/10 多晶硅市场均价（元/吨）	12
图 16：2021 年及 2022Q1 单晶 PERC 组件和多晶组件市场价格（元/W）	12
图 17：2020 年宇邦新材、同享科技市占率情况（%）	14
图 18：前 20 大组件厂商产能及占比（MW,%）	16
图 19：前 20 大组件厂商组件产能增速（%）	16
图 20：2018-2021 前五大光伏组件厂商出货量统计（GW）	16
图 21：2017-2020 公司研发人员数量及占比（位、%）	18
图 22：公司开拓大客户时间线.....	19
图 23：2018-2021 宇邦新材前五大客户销售额情况（百万）	19
图 24：2018-2021H1 同享科技前五大客户销售额情况（百万）	19
图 25：2018-2021H1 宇邦新材、同享科技应收账款及应收账款周转率（百万元）	20
图 26：2020-2022 年铜带均价走势（元/吨）	21
图 27：2019Q2-2022Q1 公司毛利率情况（%）	21

表 1：上游硅料厂商产能统计	12
表 2：近半年硅料价格情况（元/Kg，截止 4 月 27 日）	13
表 3：光伏焊带行业各公司情况	14
表 4：前 20 大光伏组件企业产能（MW）	15
表 5：扁焊带、圆形（MBB）焊带、三角焊带性能对比	17
表 6：公司产能建设项目统计	17
表 7：公司光伏焊带产能及产能利用率（吨、%）	18
表 8：铜在光伏焊带中的成本占比	20
表 9：2022-2023E 新增铜矿统计（万吨）	22
表 10：公司盈利预测表	23
表 11：可比公司估值表	23

1. 光伏焊带龙头，业绩稳定增长

1.1 专注高性能光伏焊带，树立行业标杆

公司是国内领先的光伏焊带企业。公司成立于 2010 年，是同亨香港有限公司的全资子公司，一直专注于发展太阳能光伏组件用涂锡铜带及电子配套产品的研究开发并提供相关服务，并可以根据客户要求研制各种专业用特殊焊接带、铜带、镍带、铝带等，于 2015 年被纳入江苏省高新技术企业的范畴。公司于 2017、2018、2019 年先后研发并规模化生产低电阻高效焊带、MBB 圆形焊带和叠片组件焊带、光伏电池连接导电胶等高技术产品。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、同亨科技公开发行说明书、申万宏源研究

公司主要产品分为互连焊带和汇流焊带。公司的主营业务为高性能光伏焊带的研发、生产和销售，焊带是光伏组件主要的电气连接部件，用于收集光伏电池片转化的电流，属于毫米级尺寸的精细化部件。目前公司主要产品可分为互连焊带和汇流焊带，**互连焊带用于串联电池片，具有收集、传输光伏电池片电流的功能；汇流焊带连接光伏电池串及接线盒，不直接接触电池片，具有传输光伏电池串电流的功能。**公司产品按产品性能特征可分为常规焊带、低电阻焊带、MBB 焊带、分段式反光焊带和黑色焊带。

图 2：公司产品按应用方向可分为汇流焊带和互连焊带

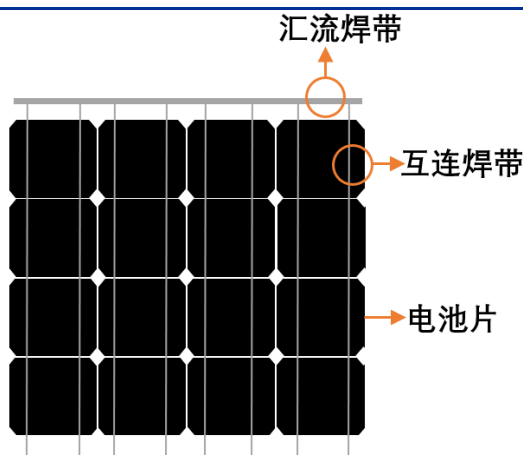
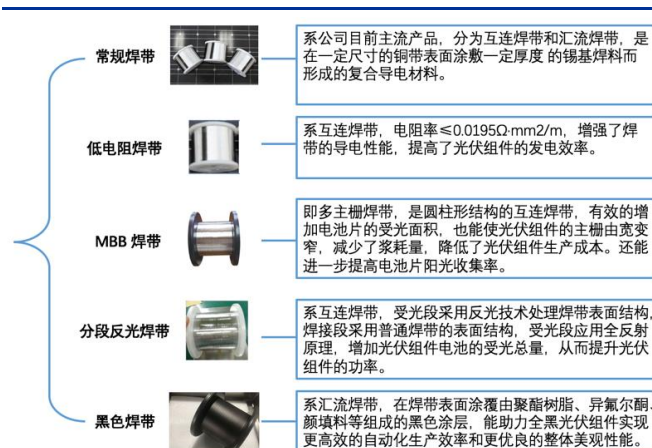


图 3：公司产品按产品性能特征分类示意图

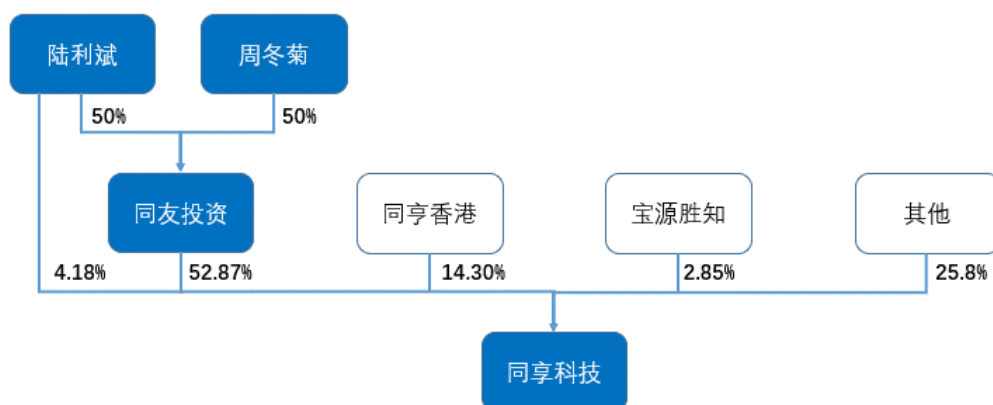


资料来源：同享科技公开发行说明书、申万宏源研究

资料来源：公司官网、申万宏源研究

股权结构集中稳定，实控人为陆利斌夫妇。公司控股股东为苏州同友投资管理合伙企业，实际控制人为陆利斌与周冬菊夫妇，合计持有公司 52.87%的股份，两人均在公司担任重要职位，对公司实际经营有决策性影响，为公司的共同实际控制人，股权结构集中，利于管理稳定和决策高效执行。

图 4：公司股权结构示意图（截止 2022/05/10）

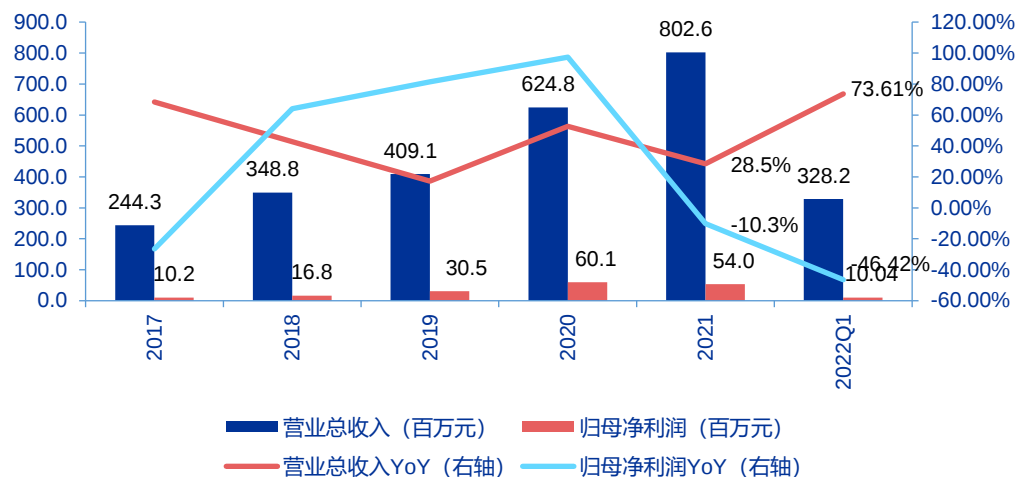


资料来源：Wind、申万宏源研究

1.2 收入规模稳步扩大，新产品投放改善盈利水平

营收稳步增长，归母净利润受新产品毛利率影响较大。近年来公司扩大产能并积极拓展下游客户，产销同增，经营业绩高速增长。17-21 年公司营收 CAGR 为 35%，归母净利润 CAGR 为 52%。21 年由于原材料价格上涨，公司同步提高销售价格，实现全年营收 8.03 亿元，同比增长 28.45%；归母净利润为 5398 万元，同比下降 10.25%。22 年第一季度，由于公司产能扩大销量增加以及原料价格上涨，公司对应调整了销售价格，因此导致公司收入增加，实现营收 3.28 亿元，同比增长 74%。但盈利能力出现下降，主要是系 1) MBB 焊带在报告期内销售占比增加，而报告期内 MBB 焊带的毛利率较上年同期有所下降；2) 营业收入增加导致应收账款大幅增加，相应计提的坏账准备大幅增长所致。最终实现归母净利润 1004 万元，同比减少 46%。

图 5：2017-2022Q1 公司营收、归母净利润及其增速（百万元、%）

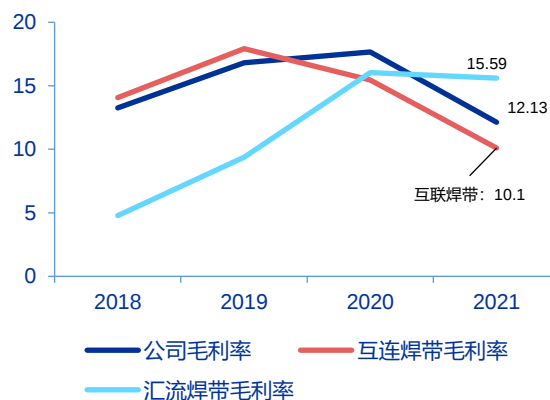
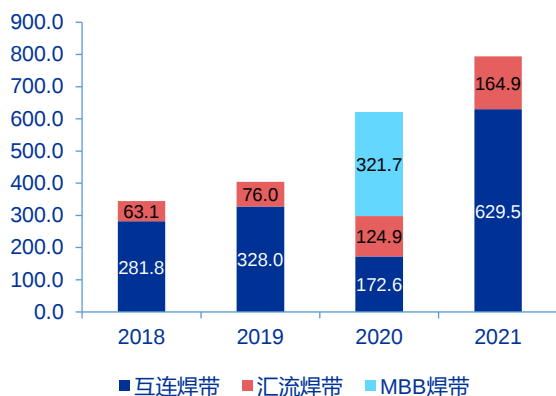


资料来源: Wind、申万宏源研究

MBB 焊带业务发展迅速，三角焊带有望进一步提升盈利水平。18-19 年，公司的主营产品为互连条和汇流带，其中互连条营收占比均超过 80%。20 年公司推出的较高毛利率的 MBB 焊带成为了公司主要的收入增长点，持续放量。21 年上半年，公司的新产品三角焊带进入小规模试产阶段，其毛利率为 24%，显著高于全部产品的平均水平 14%，有望在 22 年及之后实现放量生产，进一步提高公司整体利润水平。

图 6: 2018-2021 公司主营业务收入结构 (百万元)

图 7: 2018-2021 公司主要产品毛利率 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

注: 2021 年起，披露口径调整，互连焊带包括常规互连焊带、MBB 焊带和三角焊带。

资料来源: Wind、申万宏源研究

注: 2021 年起，披露口径调整，互连焊带包括常规互连焊带、MBB 焊带和三角焊带。

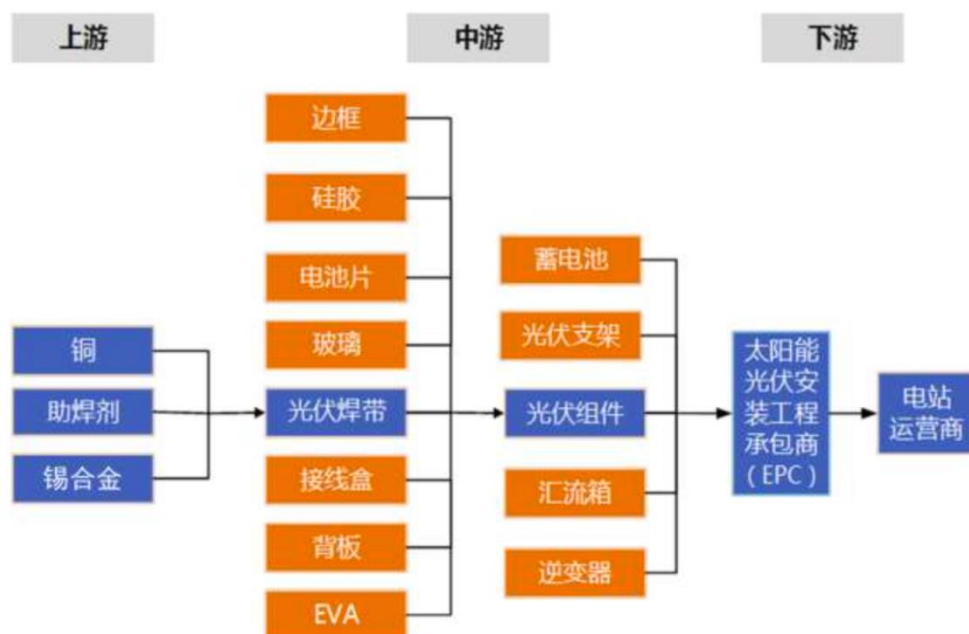
2. 光组件开工回暖，焊带行业持续受益

2.1 组件端重要耗材，铜和锡为主要材料

光伏焊带是组件端的重要耗材，主要原材料是铜和锡等。光伏产业链主要包括硅料、

硅片、电池片、光伏组件及光伏应用系统五大环节。产业链的上游主要为硅料、硅片环节；中游主要为电池片、光伏组件环节；下游为光伏应用系统环节。在整个光伏产业链中，以光伏焊带为原料的光伏组件制造处于产业链的中游。光伏焊带行业的上游主要是铜、锡合金和助焊剂等原材料供应商，下游客户是以隆基、晶科等为代表的光伏组件制造企业。

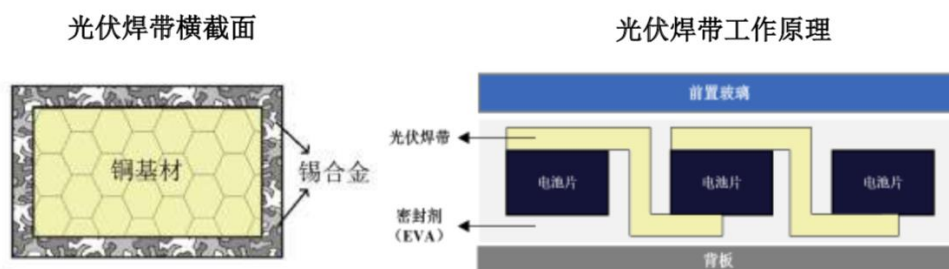
图 8：光伏焊带处于光伏产业链的中游



资料来源：宇邦新材招股说明书、申万宏源研究

光伏焊带用于汇聚电池片的电流，对组件性能有显著影响力。光伏焊带是光伏组件的重要部件，用于光伏电池封装中的电气连接，其外观尺寸、力学性能、表面结构、电阻率等性能指标是影响光伏发电效率，光伏电池片碎片率以及光伏组件长期可靠性、耐用性(平均 25 年使用寿命期间)的重要因素。优质、高技术水准的光伏焊带不仅能大幅提高发电效率，而且还能降低光伏电池碎片率，保障光伏组件长期稳定工作，是下游光伏发电企业实现降本增效的重要途径。

图 9：光伏焊带结构及工作原理

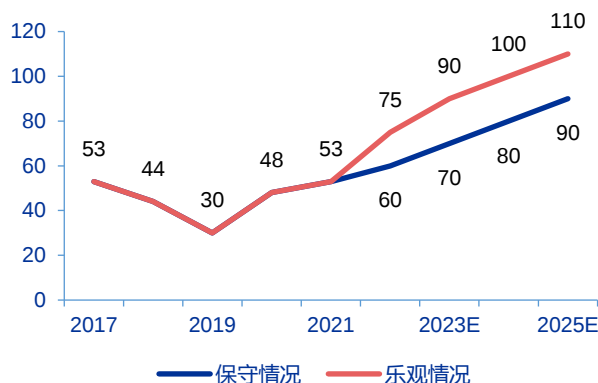


资料来源：宇邦新材招股说明书、申万宏源研究

2.2 光伏装机带来焊带需求，对应 500-600 吨/GW

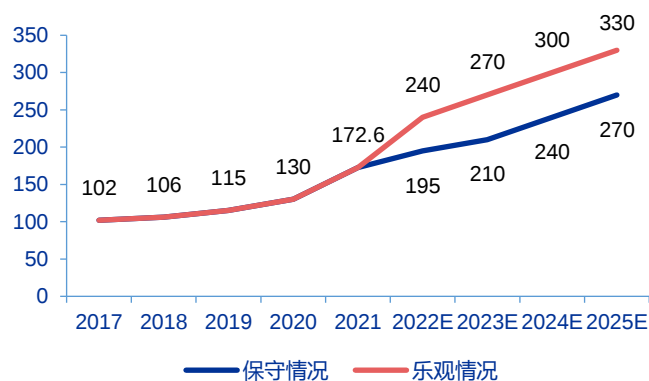
光伏装机需求迅速扩大，预计 25 年我国新增装机容量达 90GW-110GW。随着全球各国“碳中和”目标的有序落实及清洁能源的大规模应用，光伏装机需求正日益增加。据 CPIA 预测，2025 年我国新增光伏装机容量将达到 90GW-110GW，相比 2021 年 53GW，复合增速为 11%-16%。在此背景下，光伏焊带的需求将有望同步增加，发展潜力巨大。

图 10: 2017-2025 年我国新增光伏装机容量及预测 (GW)



资料来源: CPIA、申万宏源研究

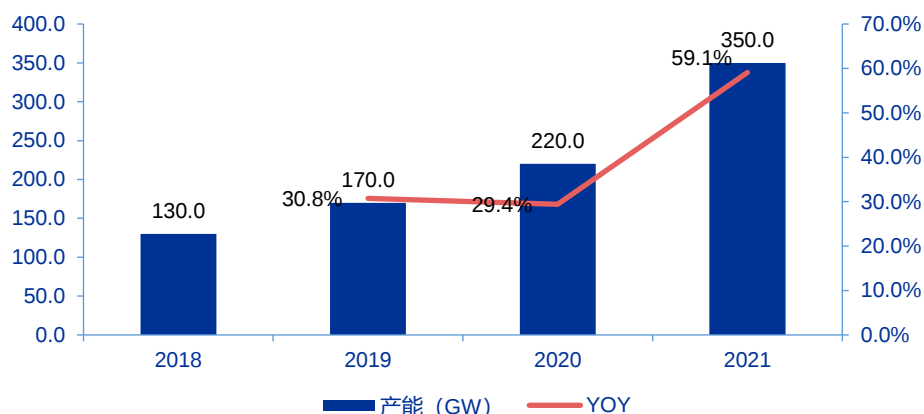
图 11: 2017-2025 年全球新增光伏装机容量及预测 (GW)



资料来源: CPIA、solarzoom、申万宏源研究

光伏焊带市场空间取决于组件端的需求，21 年中国光伏组件总产能达到 350GW。光伏焊带作为光伏组件中影响导电性能的关键部件，其主要需求量主要取决于光伏组件的新增装机量。据 CPIA 统计，2018 年-2021 年，中国光伏组件总产能约为 130GW、170GW、220GW、350GW，19-21 年同比增速为 31%、29%、59%，光伏组件产能增长迅速。

图 12: 2018-2021 年中国光伏组件总产能 (GW、%)

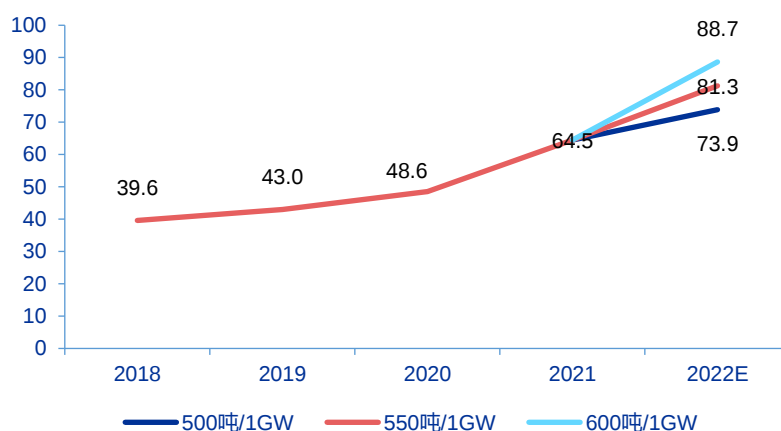


资料来源: solarzoom 新能源智库、CPIA、申万宏源研究

光伏焊带市场前景广阔，对应需求 500-600 吨/GW。根据宇邦新材招股说明书可知，1GW 光伏组件所消耗的光伏焊带量可按照 500 吨、550 吨、600 吨模拟计算。按 2020 年同享科技光伏焊带平均销售单价 6.79 万元/吨、1GW 光伏组件所消耗光伏焊带 550 吨计算

可得，2019 年、2020 年、2021 年全球光伏焊带市场规模约为 43 亿元、48.6 亿元、64.5 亿元，预计于 2022 年市场规模达到 81.3 亿元。

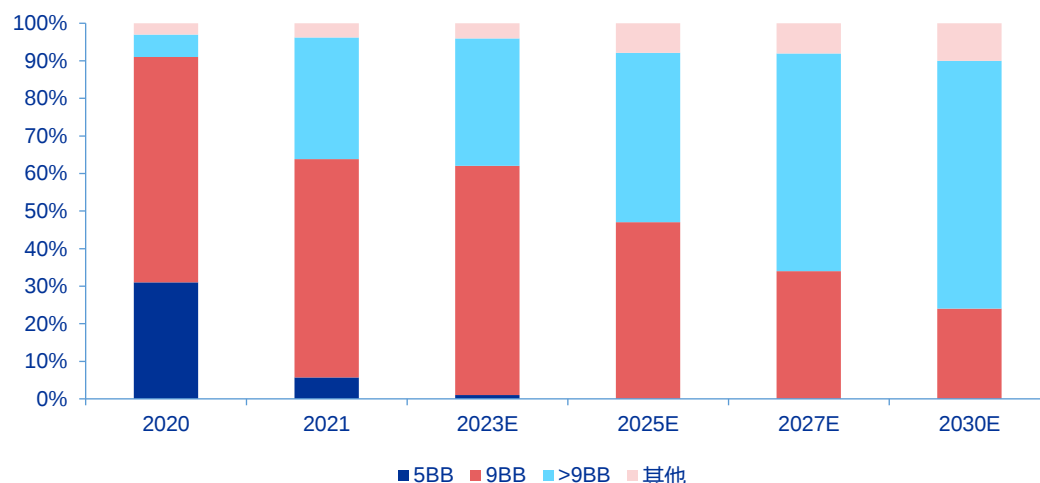
图 13：不同用量对应的全球光伏焊带市场规模（亿元）



资料来源：solarzoom 新能源智库、CPIA、宇邦新材招股说明书、申万宏源研究

9 主栅及以上电池片将成为主流，焊带需求持续向好。在不影响电池遮光面积及串联工艺的前提下，多主栅电池片有着更好的应力分布均匀性，碎片率更低，同时具有更好的导电性能与更高的功率。据 CPIA 数据，2020 年 9 主栅及以上电池片占比为 66%，较 2019 年提升 46pct。2021 年 9 主栅及以上电池片占比为 90%，较 2020 年进一步大幅提升，已成为市场主流。未来几年 9 主栅及以上电池片占比会进一步提升，预计到 25 年将完全替代 5 主栅电池片。9 主栅及以上电池片在焊接上使用 MBB 焊带，MBB 焊带的需求将随 9 主栅及以上电池片的发展而进一步扩大。

图 14：2020-2030 年不同主栅电池片市场占比变化趋势



资料来源：CPIA《中国光伏产业发展路线图》(2020 年版)、申万宏源研究

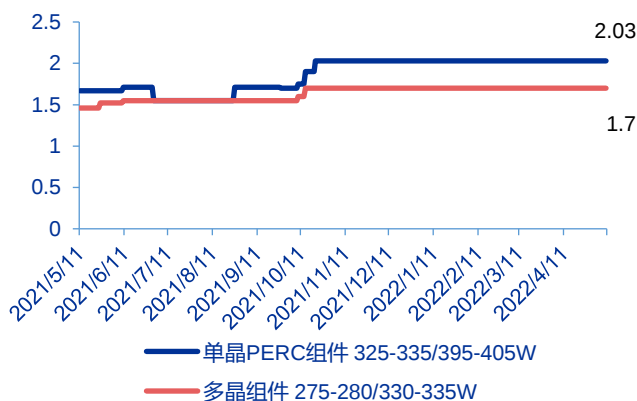
2.3 硅料产能投放在即，成本压力有望缓解

2021 年硅料涨价，组件售价水涨船高，全年装机规模不及预期。硅料行业具有扩产建设周期较长的特点，但其下游光伏硅片产能扩张较快，全年硅片产能大幅高于硅料产能，21 年硅片、电池片的大量扩产造成了硅料供不应求的情况，硅料价格因此持续上涨。组件端售价受其影响也水涨船高，单晶 PERC 组件价格由年初的 1.54 元/W 涨到了年底的 2.03 元/W，增幅达 32%；多晶组件也由 1.3 元涨至 1.7 元，增幅达 31%。**中国光伏行业协会也于 21 年 12 月下调全年装机规模预测，由 55-65GW 下调至 45-55GW。最终，2021 年全年装机量为 53GW，不及初始预测。**2022 年一季度，多晶硅的市场均价稳步攀升，由 230000 元/吨涨至 251000 元/吨，单晶 PERC 组件及多晶组件的价格与去年年底持平，仍为 2.03 元/W 和 1.7 元/W。

图 15: 21/3/26-22/5/10 多晶硅市场均价 (元/吨)



图 16: 2021 年及 2022Q1 单晶 PERC 组件和多晶组件市场价格 (元/W)



资料来源：百川盈孚、申万宏源研究

(注：09/28-10/03 数据未披露)

资料来源：百川盈孚、申万宏源研究

上游厂商迎产能释放，成本压力有望舒缓。硅料价格的持续上涨不断压缩组件端的利润空间，新疆协鑫、永祥股份、新特能源、新疆大全、东方希望、亚洲硅业等上游硅料厂商的扩产计划将陆续于 2022 年迎来产能释放。据硅业分会预测，2022 年我国硅料产能将达到 85 万吨以上，环比上一年度增加 33 万吨/年；此外，硅料产能的增加将平衡供需关系，伴随着硅料产能的逐步释放，国内硅料价格有望于 22H2 出现拐点，失衡的硅料价格有望回落，组件端的成本压力将得到缓解。

表 1: 上游硅料厂商产能统计

多晶硅产能 (万吨)	2020	2021	2022E	备注
新疆协鑫	8.5	11	22	2021 上半年新疆协鑫 2 万，下半年徐州颗粒硅 2 万 2022 年四川协鑫 5 万吨、颗粒硅 3 万吨
永祥股份	9	10	22	2021 年产能优化 1 万吨，下半年乐山与保山项目建成 2022 年上半年达产共 8 万吨、下半年包头项目 4 万吨乐山三期 10 万吨 4 季度建成，2023 年投产
新特能源	7.2	8.1	10	2021 年优化至 1 万吨、2022 年优化 2 万吨包头 10 万建成，23 年投产
新疆大全	7	8	12	2021 年优化 1 万吨，年底 4 万吨项目建成，22 年投产

多晶硅产能 (万吨)	2020	2021	2022E	备注
东方希望	4	7	7	2021 年上半年优化 2 万吨, 下半年优化 1 万吨 2023 年新疆投产 6 万吨
亚洲硅业	2	2	5	2021 年 3 万吨项目建成, 2022 年投产
其他	4.3	5.83	7	2021 年聚光复产 1.5 万吨, 瑞科 1 万吨 2022 年南坡复产 1 万吨
合计	42	51.93	85	

资料来源: 硅业分会、申万宏源研究

硅料价格于 12 月出现松动, 近半年降幅 6%。由于下游开工率持续低迷, 上游硅料厂库存逐渐增加, 同时月度新增产能稳步爬升, 硅料价格在 12 月出现了松动, 根据 solarzoon 数据, 单晶复投料、单晶致密料、单晶菜花料 12 月 22 日价格分别为 238.6、236.2、233.3 元/Kg, 分别较上月下降 12.3%、12.5%、12.7%。由于下游硅片企业开工率维持在较高水平、采购需求持续、部分硅料企业订单超签及物流运输受限使得硅料供给紧缺, **2022 年第一季度硅料价格触底反弹, 稳步上升**, 与去年年底相比, 降幅分别减少至 6.17%、6.15%、6.18%。

表 2: 近半年硅料价格情况 (元/Kg, 截止 4 月 27 日)

硅料			
	单晶复投料 (元/Kg)	单晶致密料 (元/Kg)	单晶菜花料 (元/Kg)
11 月 17 日	272.2	269.9	267.2
11 月 24 日	272.2	269.9	267.2
12 月 1 日	272.2	269.9	267.2
12 月 8 日	262	260	258
12 月 15 日	251	249	-
12 月 22 日	238.6	236.2	233.3
12 月 29 日	232.5	230.6	227.9
1 月 5 日	231.8	229.1	226.3
1 月 12 日	234.6	232.5	229.7
1 月 19 日	240	237.6	234.8
1 月 26 日	241.1	238.5	235.8
2 月 9 日	242.7	240.2	237.5
2 月 16 日	243	240.7	237.9
2 月 23 日	244.9	242.4	239.7
3 月 2 日	246.2	243.6	240.9
3 月 9 日	246.6	243.9	241.2
3 月 16 日	247.8	245.3	242.4
3 月 23 日	248.2	245.8	242.8
3 月 30 日	249.8	247.5	244.8
4 月 6 日	250.7	248.4	245.5
4 月 13 日	251.5	249.1	246.3
4 月 20 日	253.3	250.9	248.1
4 月 27 日	255.4	253.3	250.7
近半年降幅 (%)	-6.17%	-6.15%	-6.18%

资料来源：solarzoom、硅业分会、申万宏源研究

2.4 焊带市场分散，呈现双龙头格局

行业细分，以中国企业为主。光伏焊带是太阳能光伏产业中的细分行业，具有“行业小，市场大”的特征。我国光伏焊带行业发展较充分，以民营企业为主，行业市场化程度较高，具有一定的研发实力和生产规模的企业主要有宇邦新材、同享科技、太阳科技、易通科技、泰力松等。与光伏组件行业相同，我国光伏焊带企业的技术水平及规模全球领先。

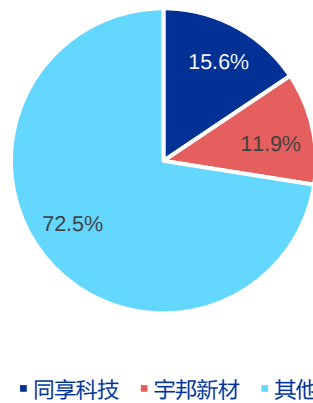
表 3：光伏焊带行业各公司情况

公司名称	主营业务介绍	光伏焊带收入
同享科技	同享（苏州）电子材料科技股份有限公司成立于 2010 年，主营业务为光伏焊带产品的研发、生产和销售，属于光伏焊带行业的第一梯队，于 2020 年在新三板精选层挂牌。	2020：6.19 亿 2019：4.04 亿 2018：3.45 亿
宇邦新材	苏州宇邦新型材料股份有限公司成立于 2002 年 8 月，主营业务为光伏焊带产品的研发、生产和销售，在光伏焊带行业的市场占有率常为第一，于 2018 年 3 月摘牌，现重新申报 IPO，处于预披露状态。	2020：8.13 亿 2019：5.94 亿 2018：5.49 亿
太阳科技	江苏太阳科技股份有限公司成立于 2007 年 8 月，主营业务为光伏焊带产品的研发、生产和销售，于 2016 年 2 月在新三板挂牌，于 2019 年 8 月摘牌。	2018：1.87 亿
易通科技	保定易通光伏科技股份有限公司成立于 2005 年 6 月，主营业务为光伏专用焊带及接线盒的研发、生产与技术服务，于 2015 年 11 月在新三板挂牌，于 2021 年 2 月摘牌。	2019：0.77 亿 2018：0.68 亿
泰力松	西安泰力松光伏股份有限公司成立于 2011 年 6 月，主要从事高性能光伏焊锡带和锡合金的研发、生产和销售。于 2015 年 1 月在新三板挂，于 2019 年 12 月摘牌。	2018：2.63 亿

资料来源：同享科技公开发行说明书、宇邦新材招股说明书。申万宏源研究

焊带市场分散，呈现双龙头格局，CR2 为 27.5%。宇邦新材和同享科技是光伏焊带市场的两大龙头企业，2020 年市占率分别为 15.6%、11.9%。光伏焊带行业规模化效应显著，由于原材料所需投入流动资金较大，且新进入的企业在没有完整的研发体系及核心技术能力的情况下被市场淘汰的风险较大。宇邦新材和同享科技首批研发并推广 MBB 焊带技术，并是目前市场上唯二具备研发生产三角（异形）焊带等高性能焊带能力的企业，公司产品力领先于行业平均水平，龙头地位稳定。

图 17：2020 年宇邦新材、同享科技市占率情况（%）



资料来源：宇邦新材招股说明书、申万宏源研究

2.5 组件龙头集中显著，趋势有望向焊带传导

国内组件产能全球领先，带动行业持续发展。随着我国对于光伏产业持续的政策支持和相关技术水平的不断进步，以及国内企业规模化生产能力增强，我国光伏组件厂商在国际市场中的竞争优势逐渐扩大，全球前20大产能厂商中除韩华为全为国内厂商。据solarzoom新能源智库统计及预测，18-21年，全球前20大组件厂商产能约为90GW、139GW、210GW、377GW，占光伏组件总产能比重逐年增加，分别为77%、83%、88%、92%。前20大组件厂商扩产的增速明显高于全行业扩产增速，预计22年前20大组件厂商产能将分别达到446GW，占总产能比重将达到93%。

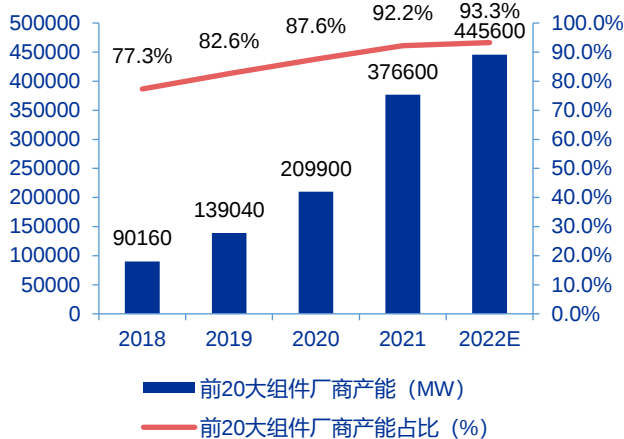
表 4：前 20 大光伏组件企业产能（MW）

企业	2018	2019	2020	2021	2022E
隆基/乐叶	9,500	16,000	30,000	65,000	85,000
天合		12,000	22,000	50,000	50,000
晶科	10,800	16,000	25,000	45,000	55,000
晶澳	8,000	11,400	23,000	40,000	47,000
东方日升	6,600	11,100	12,600	28,000	28,000
阿特斯	8,110	13,040	16,100	22,700	22,700
中利腾晖	5,000	5,000	10,000	15,000	15,000
正信	2,000	5,000	9,000	15,000	15,000
顺风/尚德	3,000	5,200	7,700	14,700	14,700
韩华	9,500	10,800	11,300	13,000	13,000
东方环晟	750	2,000	5,000	11,000	21,000
协鑫集成	5,800	5,800	6,500	10,000	20,000
正泰	2,500	4,000	5,000	10,000	11,000
赛拉弗	4,000	4,000	4,000	8,000	8,000
海泰新能	4,000	5,500	7,000	8,000	11,000
阳光能源	2,000	3,500	3,500	7,000	15,000
亿晶光电	2,000	2,000	4,500	4,500	4,500
英利	4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
横店东磁	1,500	1,000	1,000	3,000	3,000
航天机电/连云港神舟	900	1,500	2,500	2,500	2,500

企业	2018	2019	2020	2021	2022E
合计	90,160	139,040	209,900	376,600	445,600

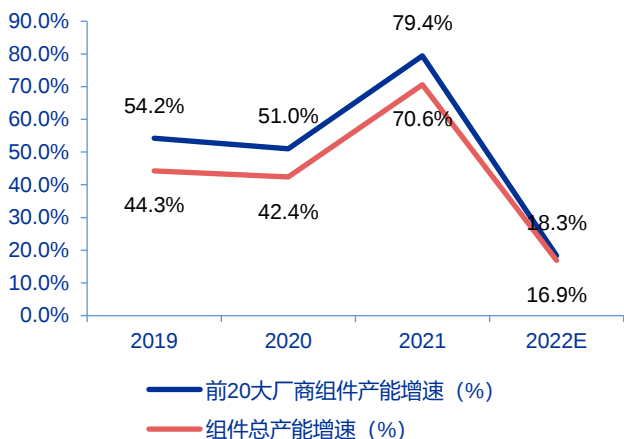
资料来源: solarzoom, 申万宏源研究

图 18: 前 20 大组件厂商产能及占比 (MW,%)



资料来源: solarzoom、申万宏源研究

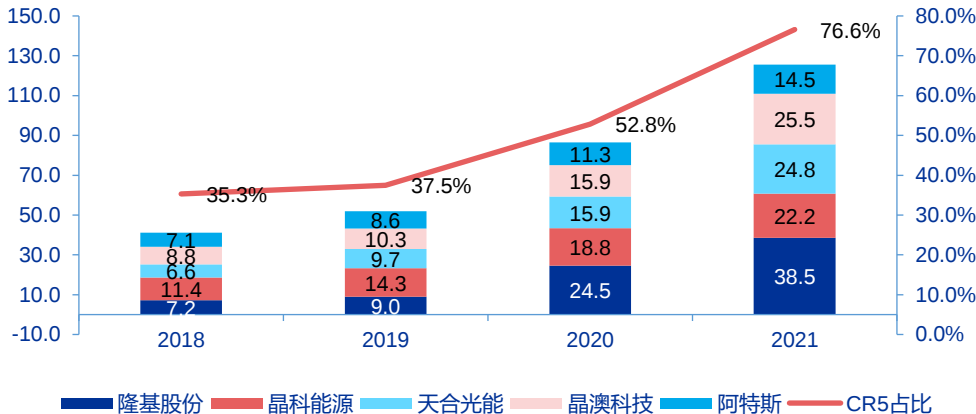
图 19: 前 20 大组件厂商组件产能增速 (%)



资料来源: solarzoom、申万宏源研究

市场集中度持续增强, CR5 占比超 70%。2020 年, 全球前五大组件厂出货量合计为 86.4GW, 占全球新增光伏装机容量的 52.8%。其中, 隆基股份、晶科能源、天合光能分别以 24.5GW、18.8GW、15.9GW 位居全球光伏组件企业产能前三, 同比增幅 192%、31%、59%。18-19 年晶科能源位居全球组件产能第一, 20 年隆基股份完成了产能的快速扩张, 之后凭借大幅优势稳居产能首位。天合光能、晶澳科技也于 21 年开始了产能扩张, 一举超过晶科能源。2021 年, 前五大厂商出货量合计为 125.5GW, 较 2020 年大涨 45.3%, CR5 达 76.6%, 龙头厂商发展迅速, 光伏组件行业集中度呈现出明显的提升趋势, 头部效应愈发明显。

图 20: 2018-2021 前五大光伏组件厂商出货量统计 (GW)



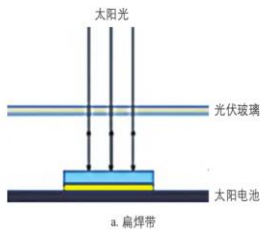
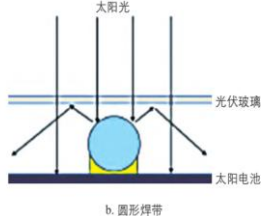
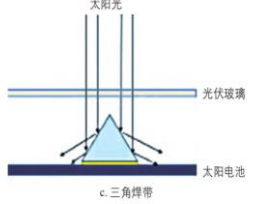
资料来源: Globaldata、solarzoom、中国光伏行业协会、公开资料整理、申万宏源研究

3. 产品持续升级，大客户战略凸显竞争优势

3.1 产能投放在即，产品矩阵丰富

吸光率决定焊带性能，新产品高性能三角焊带放量在即。光伏行业对组件发电效率的需求也不断提高，增加太阳电池的吸光率无疑是最直接的应对手段。目前常规的扁焊带因其表面扁平的结构会损失反射的阳光，其较宽的宽度也会减小有效受光面积。在此基础上，圆形（MBB）焊带因可以吸收部分反射的阳光，一定程度上增加了太阳电池的吸光率，于近年来被广泛使用。公司作为 MBB 焊带技术的推广者，坚持生产、研发双轮驱动的发展理念，于 21 年上半年推出了具有业内领先水平的三角焊带产品，并实现了小规模试产及销售。三角焊带可反射几乎所有的垂直入射光和斜射光，此外还具有更高的可靠性和稳定性，在多个方面具有显著优势，更加符合下游市场对高性能光伏焊带的需求。目前隆基、阿特斯等一线客户在三角焊带的需求量正逐步增加，公司的三角焊带有望在 2022 年迎来放量。

表 5：扁焊带、圆形（MBB）焊带、三角焊带性能对比

	图示	吸光率	其他特性
扁焊带		不能反射所有的垂直入射光和大部分的斜射光	-
圆形（MBB）焊带		仅可以反射部分的垂直入射光和少量的斜射光	与太阳电池主栅线焊接处的接触面积较小，可靠性较差
三角焊带		可反射几乎所有的垂直入射光和斜射光	1) 高可靠性:由于三角焊带与太阳电池主栅线的接触面积大，因此光伏组件的串联电阻小、焊接强度大 2) 高稳定性:三角焊带便于焊接和定位，焊接时不易造成焊带偏移

资料来源：CNKI、申万宏源研究

新增产能持续释放，产能利用率维持高位。公司募投项目“年产涂锡铜带（丝）10,000 吨项目”截止 2021 年底已完成 64.82%投入进度，为公司快速发展的业务提供了产能基础。2021 年 12 月公司作为北交所首批增发的公司推出了“年产涂锡铜带（丝）15,000 吨项目”募投项目，将新建 9,000 吨 SMBB 焊带、3,000 吨异形焊带、3,000 吨反光汇流焊带的生产能力，进一步抓住行业发展趋势，满足市场对于高性能焊带持续增长的需求。公司的产能利用率常年维持满产状态，产能扩建需求紧迫。

表 6：公司产能建设项目统计

建设项目	具体产品	建设周期	预计完成时间
年产涂锡铜带（丝） 10,000 吨项目	2,000 吨汇流焊带、8,000 吨互连焊带	36 个月	2023 年 6 月
年产涂锡铜带（丝） 15,000 吨项目	9,000 吨 SMBB 焊带、3,000 吨异形焊带、3,000 吨反光汇流焊带	18 个月	2023 年 6 月

资料来源：公司公告、申万宏源研究

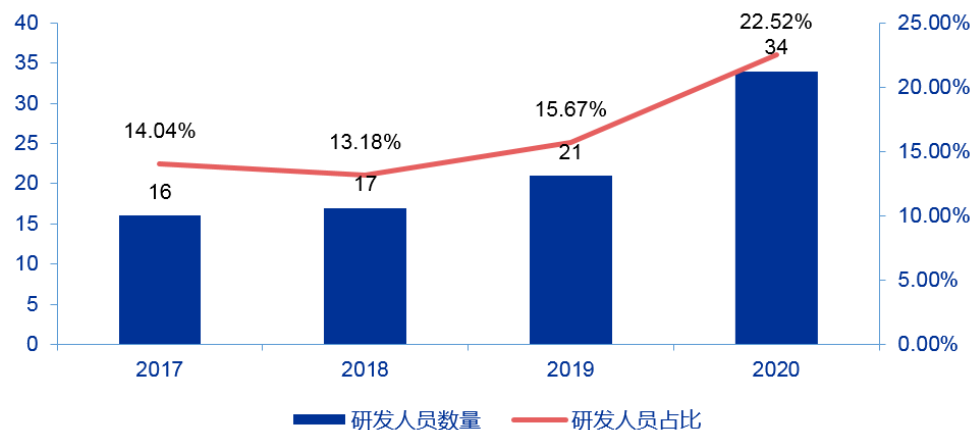
表 7：公司光伏焊带产能及产能利用率（吨、%）

	2017	2018	2019
产能（吨）	4000	5600	6500
产能利用率	99%	99%	100%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

研发人员增加，积极应对市场新需求。随着光伏行业的技术进步带来的光伏焊带行业的技术发展及变革，高性能的新产品的研发需求日益增强。公司不断地加大研发和生产力度，于 2020 年大规模扩建了研发团队，研发人员人数从 21 位增至 34 位，占公司全体员工的 22.52%，将进一步提高公司的市场竞争力。

图 21：2017-2020 公司研发人员数量及占比（位、%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

3.2 坚定执行大客户策略，与组件龙头深度绑定

坚持大客户战略，龙头客户需求持续增长。公司于 2011 年抓住了晶科能源扩展的机会，成为其新增供应商，凭借优秀的质量和稳定的供应得到了晶科能源的高度认可，建立了长期良好的合作关系并成为其核心供应商之一。公司坚持大客户战略，于 2012-2019 年期间先后开拓了阿特斯、协鑫集成、韩华、晶澳、隆基等组件端第一梯队的客户。2021 年公司开拓了新客户天合光能，至此公司客户已覆盖到光伏组件市场前七大厂商中的六家，随着下游组件需求的日益增加，公司有望进一步提高市场占有率。据 SOLARZOOM 预测，2021 年全球前两大厂商隆基股份和晶科能源组件将扩产 18GW、10GW，同比增速 60%、40%，将增加对公司光伏焊带产品的需求量。

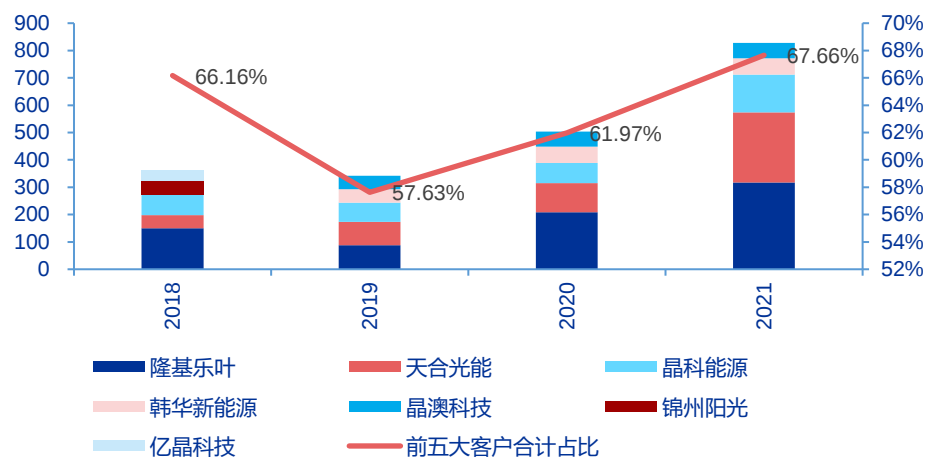
图 22：公司开拓大客户时间线



资料来源：公司公告、申万宏源研究

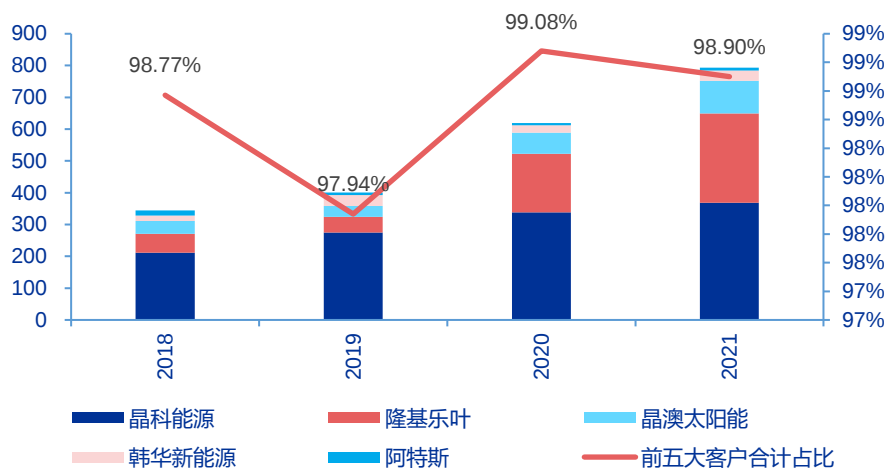
与宇邦新材的客户战略具有显著差异。宇邦新材和同享科技采用了不同的客户策略，宇邦新材的客户分布较为分散，分布组件行业一、二线，前五大客户销售额常年维持占比在 63% 左右。其中隆基乐叶为宇邦新材的重要客户，过去 4 年里，除 2019 年以外，均占宇邦新材销售额的 25% 以上。同享科技采用大客户的销售模式，销售客户以组件行业一线厂商为主，头部客户订单额较大且不断致力于开拓新的头部客户，前五大客户销售额常年维持在 98.5% 左右。

图 23：2018-2021 宇邦新材前五大客户销售额情况（百万）



资料来源：宇邦新材招股说明书、申万宏源研究

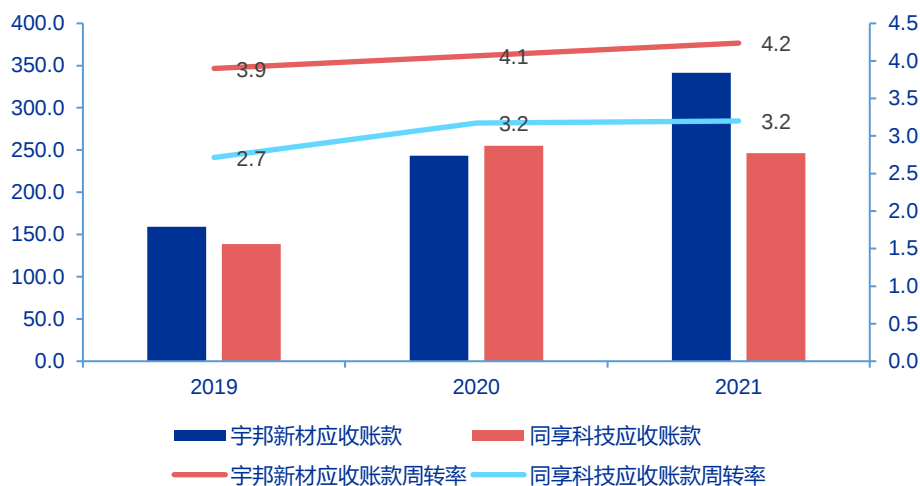
图 24：2018-2021H1 同享科技前五大客户销售额情况（百万）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

大客户策略会导致收账款周转率较低。光伏焊带行业客户主要是下游大型光伏组件厂商，行业集中度较高，单一客户规模普遍较大，对原材料采购的谈判力度较强，因此企业通常采用赊销的结算方式，应收账款回款周期相对较长。由于同享科技相较于宇邦新材的大客户集中度更高，因此同享科技的应收账款增长率水平明显低于宇邦新材，且因为头部客户份额越发集中，应收账款周转率越发降低。

图 25：2018-2021H1 宇邦新材、同享科技应收账款及应收账款周转率（百万元）



资料来源：宇邦新材招股说明书、公司公告、申万宏源研究

3.3 铜价上涨趋缓，公司毛利逐步改善

铜成本占比巨大，铜价变化影响焊带成本。光伏焊带又称镀锡铜带或涂锡铜带，其原材料主要为铜材和锡材，因此公司的成本变化主要受铜材和锡材采购价格变化的影响。2018 和 2019 年，公司铜材年采购平均单价分别为 4.72 万元/吨和 4.54 万元/吨，根据计算，铜在光伏焊带中的成本占比约为 72%左右，是影响光伏焊带成本的最大因素。

表 8：铜在光伏焊带中的成本占比

	2018	2019
光伏焊带营业收入 (万元)	34490.88	40401.69
焊带销量 (吨)	5443.61	6364.25
焊带成本 (万元/吨)	6.34	6.35
铜(万元/吨)	4.72	4.54
铜的成本占比	74%	72%

资料来源：同享科技公开发行说明书、申万宏源研究

2020-2021 年铜价快速攀升。21 年上半年在全球需求复苏、供给紧张影响下，铜价节节攀升，于 21 年 6 月达到年内最高价 6.3 万元/吨，同比年初涨幅达 19%，并于之后保持高位震荡趋势截止 2022 年 5 月 10 日，铜价为 60671 元/吨。

图 26：2020-2022 年铜带均价走势 (元/吨)

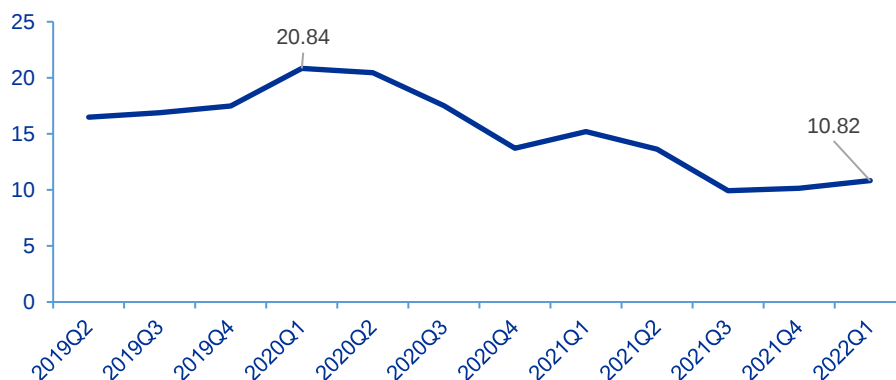


资料来源：百川盈孚、申万宏源研究

22 年铜价上涨压力边际改善，公司利润水平有望迎来反弹。疫情使得部分存量扩产及增量项目产能被延期释放，因此 22-23 年计划内的铜矿供给增量较多，根据 SMM 的统计，预计 22-23 年分别新增 110、96 万吨铜矿供应，但是由于下游传统领域需求稳健，新能源领域需求高景气，铜价在供需面仍存在较强的价格支撑，但有望得到一定程度的边际改善。公司的盈利能力经过过去几个季度的下降从高点 21% 在 22Q1 触底回暖至 11%，公司盈利能力有望在 22 年得到一定改善。

图 27：2019Q2-2022Q1 公司毛利率情况 (%)

销售毛利率(%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

表 9：2022-2023E 新增铜矿统计 (万吨)

公司	项目	国别	2022E	2023E
自由港集团	Grasberg	印尼	13	6
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	3	3
智利国家铜业公司	Chuquibambilla	智利	10	8
中铁建铜冠投资有限公司	Mirador	厄瓜多尔	3	1
第一量子与嘉能可	Nkana	赞比亚	3	1
自由港集团	Cerro Verde	秘鲁	4	1
自由港集团	Morenci	美国	3	0
华刚矿业股份有限公司	Dikuluwe-Mashamba	刚果（金）	3	3
KGHM	Glogow Głęboki Przemysłowy	波兰	1	2
哈萨克铜业	Aktogay	哈萨克斯坦	3	2
Konkola Copper Mines	Konkola Deep	赞比亚	1	1
淡水河谷	Salobo	巴西	1	2
南秘鲁铜业公司	Toquepala	秘鲁	0	5
必和必拓	Spence	智利	6	1
艾芬豪矿业，紫金矿业	Kamoa-Kakula	刚果（金）	11	12
阿尔萨	Mina Justa (Marcona)	秘鲁	3	0
OZ Minerals	Carrapateena	澳大利亚	1	1
紫金矿业	Timok	塞尔维亚	10	1
俄罗斯铜业公司	Tominsky	俄罗斯	2	0
Cupric Canyon	Boseto (Khoemacau)	博茨瓦纳	2	2
泰克资源	Quebrada Blanca Phase 2	智利	4	16
英美资源	Quellaveco	秘鲁	4	15
Baikal Mining Company	Udokan	俄罗斯	3	3
	其他		16	10
	合计		110	96

资料来源：SMM、申万宏源研究

4.估值

4.1 盈利预测

盈利预测：预计公司 22-24 年归母净利润 0.97/1.23/2.17 亿。

- 1) **焊带产能**：随着公司定增扩产项目稳步推进，预计公司在 22-24 年底将形成产能 2/2.7/3 万吨产能。
- 2) **焊带售价**：随着未来公司原材料价格回落，预计公司未来产品售价维持在 9/8/8 万/吨。
- 3) **销售毛利率**：公司 22 年推出三角焊带，盈利能力较传统的圆形焊带、汇流条较强，预计 22-24 年销售毛利率为 10.9%/11.3%/15.1%。

表 10：公司盈利预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	625	803	1,815	2,133	2,340
—三角焊带(百万)	-	105	371	539	533
—圆形焊带(百万)	495	544	1,079	1,155	1,373
—汇流焊带(百万)	125	151	360	434	429
—其他业务(百万)	5	2	4	5	4
销售毛利率 (%)	17.7%	12.1%	10.9%	11.3%	15.1%
营业收入同比增速 (%)	52.7%	28.5%	126.1%	17.5%	9.7%
归母净利润(百万)	60	54	97	123	217
归母净利润同比增速 (%)	97%	-10%	80%	27%	76%

资料来源：Wind、申万宏源研究

4.2 公司估值

可比公司：公司主要业务是光伏焊带，为组件生产中的核心辅材，需求受到下游光伏组件生产拉动显著，因此选取同为辅材提供商的**福斯特**（光伏胶膜全球龙头，膜类材料国产替代先行者，全球龙头地位稳固，市占率保持在 50-60%）、**福莱特**（首家实现光伏玻璃国产化的行业龙头，目前已形成光伏玻璃为核心，包含光伏电站建设和石英岩矿开采等业务布局）、**海优新材**（光伏胶膜后起之秀，优质二线龙头）为可比公司。

给予“买入”评级：公司所属焊带同为组件核心原材料，但公司原材料占比高，向下游传导成本能力弱，同时由于北交所上市流动性较差，因此与可比公司估值水平差距大。但我们长期看好公司作为焊带龙头的市场地位，未来随着组件端龙头市占率逐步提升，公司的大客户战略将体现出更强的阿尔法属性，给予公司“买入”评级。

表 11：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(百万)	PE
------	------	---------	----------	-----------	----

		2022/5/11	2022/5/11	22E	23E	24E	22E	23E	24E
603806.SH	福斯特	106.43	1012.3	2,727.6	3,453.2	4,064.0	37.1	29.3	24.9
601865.SH	福莱特	45.2	970.4	2,958.7	4,100.9	5,206.2	32.8	23.7	18.6
688680.SH	海优新材	206	173.1	543.8	790.7	980.5	31.8	21.9	17.7
平均							33.9	25.0	20.4
839167.BJ	同享科技	9.25	9.5571	97	123	217	9.9	7.8	4.4

资料来源：Wind、申万宏源研究

风险提示：

- 1) **硅料价格维持高位：**由于 21 年价格的价格上涨，光伏产业链承压导致 21 年终端装机不及预期，尽管 22 年将新增大量硅料产能，但如果投产速度不及预期，22 年硅料价格仍高，将会对公司焊带需求产生一定影响；
- 2) **公司产能投放不及预期：**为了积极抢占市场份额，公司上市、定增均有募投焊带产能，如果公司募投项目落地进展不及预期，将影响公司全年实际销售焊带数量；
- 3) **铜价涨幅超预期：**铜占公司原材料比较高，如果 22 年铜价涨幅超预期，公司将面临更大的成本压力，进一步挤压公司的盈利水平。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	625	803	1,815	2,133	2,340
营业收入	625	803	1,815	2,133	2,340
互连焊带	494	629	1,450	1,694	1,906
汇流焊带	125	165	360	434	429
其他业务	5	8	6	5	4
营业总成本	551	752	1,709	1,999	2,102
营业成本	514	705	1,617	1,891	1,986
互连焊带	410	566	1,290	1,502	1,596
汇流焊带	105	139	327	389	389
其他业务	0	0	-	-	-
税金及附加	1	1	3	4	4
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	8	9	20	24	26
研发费用	20	27	61	72	78
财务费用	7	9	7	8	8
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-5	2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	54	106	135	238
营业外收支	0	6	0	0	0
利润总额	68	59	106	135	238
所得税	8	5	9	12	21
净利润	60	54	97	123	217
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	60	54	97	123	217

资料来源: wind, 申万宏源研究

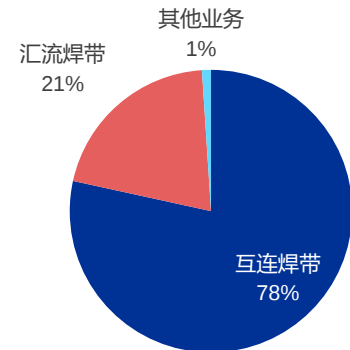
合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	60	54	97	123	217
加: 折旧摊销减值	1	1	7	17	21
财务费用	4	4	7	8	8
非经营损失	-1	0	0	0	0
营运资本变动	-139	-17	-367	-122	-35
其它	10	5	0	0	0
经营活动现金流	-66	46	-256	25	211
资本开支	18	9	23	97	48
其它投资现金流	-1	1	1	1	1
投资活动现金流	-19	-9	-22	-96	-47
吸收投资	110	0	0	0	0
负债净变化	1	6	252	79	-156
支付股利、利息	4	10	7	8	8
其它融资现金流	-6	-3	0	0	0
融资活动现金流	101	-6	244	72	-164
净现金流	16	31	-34	0	0

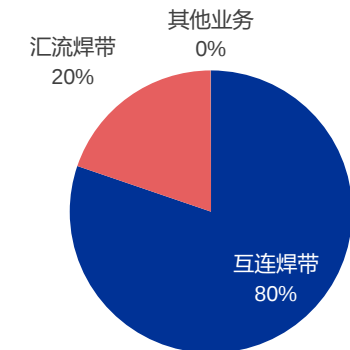
资料来源: wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

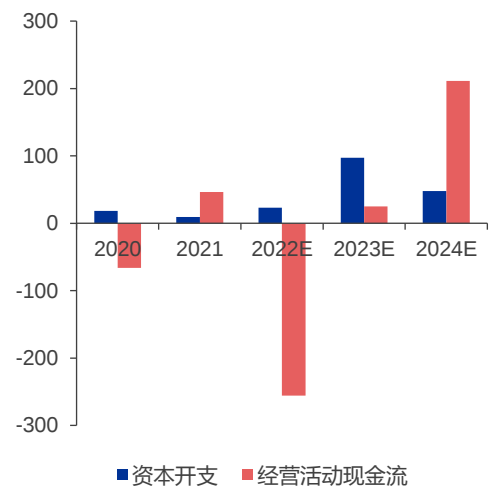
收入结构



成本结构



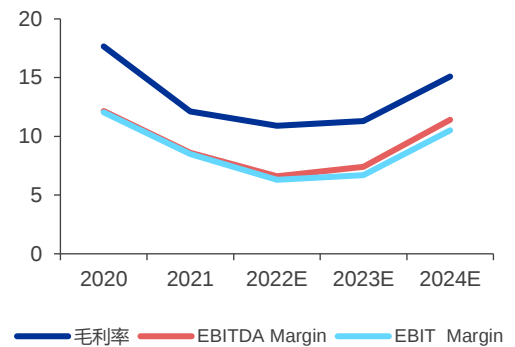
资本开支与经营活动现金流



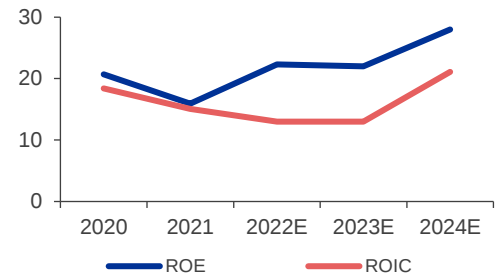
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	420	470	802	924	959
现金及等价物	24	51	16	16	15
应收款项	358	369	751	867	902
存货净额	39	49	34	41	41
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	56	72	153	179
无形资产及其他资产	8	14	14	14	14
资产总计	477	540	889	1,091	1,153
流动负债	186	197	449	528	373
短期借款	92	123	374	454	298
应付款项	89	74	74	74	74
其它流动负债	4	1	1	1	1
非流动负债	0	4	4	4	4
负债合计	186	201	453	532	377
股本	57	103	103	103	103
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	112	66	66	66	66
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	13	19	28	41	62
未分配利润	109	151	239	349	545
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	291	339	436	559	776
负债和股东权益合计	477	540	889	1,091	1,153

资料来源: wind, 申万宏源研究

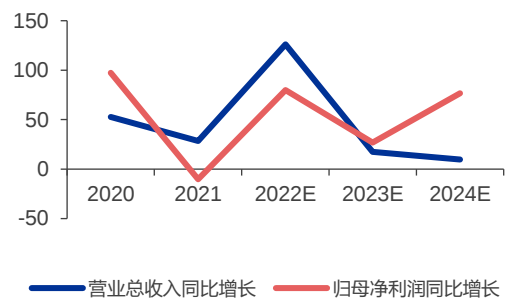
经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。