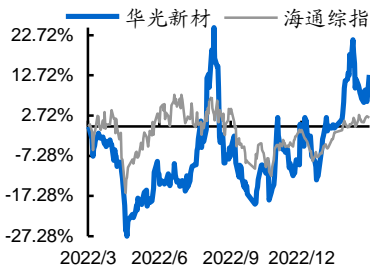


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

中温钎料龙头，加速拓展新兴赛道打开二次成长曲线

股票数据

03月08日收盘价(元)	20.29
52周股价波动(元)	13.45-23.40
总股本/流通A股(百万股)	89/47
总市值/流通市值(百万元)	1801/946

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.2	11.6	12.2
相对涨幅(%)	-2.1	10.3	10.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@haitong.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 中温硬钎料行业单项冠军，我们认为未来银价提升有望拉动毛利率回升。** 1) 国家高新技术企业，专业从事“工业万能胶”钎焊材料。2) 公司营收增长稳健，2019-2021年营收复合增长率25.62%。3) 2021年公司毛利率下滑主要系银价多次快速下跌，2023年银价据百川盈孚预测或将震荡上行，同时公司积极改进报价结算模式，我们认为公司毛利率将有所回升。4) 2018年公司硬钎料市场占有率达14.19%，拓展电子锡焊料、银浆等新航道。5) 在建产能丰富，正在开展新增4000吨募投扩产项目，智能、绿色、高效的产线将带来新一轮红利。
- 优势行业持续领跑，新兴行业快速增长。** 1) 制冷领域是公司第一大营收领域，公司国内市占率超过40%，积累格力电器、美的集团等大客户。2) 公司成功切入新能源汽车赛道，2019-2021年我国新能源汽车市场渗透率从4.68%增至19.10%，市场高景气。公司产品应用包括高压直流继电器、新型动力电池陶瓷密封圈，合作美程陶瓷、宏发股份等龙头客户。
- 重点研发电子锡焊料，加速国产化替代进程，市场前景可期。** 1) 2020年我国微电子焊接材料市场规模达300亿元。2) 2021年全球PCB产值同比增长24.08%，电子锡焊料行业未来发展趋于精细化、绿色化、低温化，锡膏成为微电子焊接材料重点发展方向。3) 国内锡膏市场外资企业市占率高达50%，我国集成电路封装产业的快速发展拉动锡膏国产化替代需求。4) 公司将加快推进锡焊料业务的开发，锡焊膏产品已通过盛路通信、硕格电子等客户的认证。5) 2019-2021年唯特偶锡膏产品毛利率均值为25.41%，我们认为研发锡焊膏能够拉动公司整体盈利能力提升。
- 积极开发高附加值银浆产品，密切关注HJT电池银浆，公司回购彰显管理层长期信心。** 1) 股权激励及股份回购彰显管理层长期信心，公司于2022年10月27日完成首次股份回购，已实际回购公司股份185.1万股，占公司总股本的2.10%。2) 公司正针对光伏领域积极开展产品布局，密切关注HJT电池银浆。随着电池效率和成本优势的改善，预计HJT电池市场占比从2020年的1.5%提高至2030年的32.5%，我们认为低温银浆市场空间广阔。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计华光新材22-24年归母净利润分别为7、59、97百万元，对应EPS分别为0.08元、0.66元、1.09元。综合来看，我们给予2023年华光新材32-35倍PE估值区间，对应合理价值区间21.12-23.10元。首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示。** 在建产能投放不及预期、宏观经济下行、原材料市场价格下跌。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	860	1211	1226	1536	1995
(+/-)YoY(%)	12.1%	40.8%	1.3%	25.2%	29.9%
净利润(百万元)	65	45	7	59	97
(+/-)YoY(%)	9.0%	-30.1%	-84.6%	740.4%	65.7%
全面摊薄EPS(元)	0.73	0.51	0.08	0.66	1.09
毛利率(%)	18.0%	13.6%	10.1%	13.4%	14.3%
净资产收益率(%)	7.3%	4.9%	0.8%	6.0%	9.1%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 中温硬钎料行业单项冠军示范企业，19至21年营收复合增速25.62%.....	5
1.1 专业从事钎焊产业，持续拓宽产品应用场景.....	5
1.1.1 产品系列矩阵丰富，为下游制造业应用领域的关键耗材.....	5
1.1.2 深耕现有成熟市场，持续拓展下游领域.....	5
1.1.3 公司实际控制人金李梅持有公司37.25%股份，股权激励及股份回购彰显 管理层长期信心.....	6
1.2 公司营收增长稳健，2019-2021年营收复合增速25.62%.....	7
1.3 2021年公司毛利率下滑主要系银价多次快速下跌，我们认为未来银价提升有望 拉动毛利率回升.....	8
1.4 2018年公司硬钎料市占率达14.19%，拓展电子锡焊料、银浆等新航道，在建 产能丰富.....	9
2. 优势行业持续领跑，新兴行业快速增长.....	10
2.1 制冷领域：公司第一大营收领域，国内市占率超40%.....	10
2.2 清洁能源及轨交装备发展，带动电机领域钎焊材料需求稳步提升.....	11
2.2.1 发电机组领域：2022年非化石能源占总装机比重达49.6%，清洁能源发 展带动钎料需求增长.....	11
2.2.2 动力电机领域：轨交装备行业高景气，公司为龙头中国中车供货... ..	11
2.3 电气领域：公司真空钎料技术领先，我们认为真空开关管行业稳健增长.....	12
2.4 成功切入新能源汽车赛道，合作美程陶瓷、宏发股份等优质客户.....	12
2.4.1 2019-2021年我国新能源汽车市场渗透率从4.68%增至19.10%，市场高 景气.....	13
2.4.2 合作美程陶瓷、宏发股份等龙头客户，预计营收将实现高速增长.....	13
3. 关注战略新兴高端制造产业，积极布局电子锡焊料、电子银浆等业务.....	13
3.1 重点研发电子锡焊料，加速国产化替代进程，市场前景可期.....	13
3.1.1 2021年全球PCB产值同比增长24.08%，锡膏成为微电子焊接材料重点 发展方向.....	13
3.1.2 国内锡膏市场外资企业市占率高达50%，国产化替代需求显现.....	14
3.1.3 重点研发电子锡焊料，已通过多家知名客户认证，我们认为将驱动公司 整体盈利能力提升.....	14
3.2 积极开发高附加值银浆产品，密切关注HJT电池银浆.....	15
4. 盈利假设.....	16
5. 风险提示.....	17
财务报表分析和预测.....	18

图目录

图 1	公司主要产品矩阵示意图.....	5
图 2	公司发展历程图.....	6
图 3	公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）.....	6
图 4	2016-2022 年上半年公司营业总收入与同比增速.....	7
图 5	2018-2022 年上半年公司归母净利润与同比增速.....	7
图 6	2017-2021 年公司营业收入结构.....	7
图 7	2017-2021 年公司分业务毛利.....	7
图 8	2017-2021 年公司毛利率与净利率.....	8
图 9	2021 年白银价格走势示意图.....	8
图 10	2016-2021 年公司销售费用、管理费用、研发费用与财务费用率.....	8
图 11	2019-2021 年公司研发人员情况.....	8
图 12	钎焊材料产业链结构图.....	9
图 13	2015-2019 年我国锡膏产量.....	10
图 14	2021 年我国锡焊膏市场竞争格局.....	10
图 15	2018-2022 年我国发电装机容量结构.....	11
图 16	2015-2022 年我国轨交装备市场规模.....	12
图 17	2021 年我国轨交装备市场竞争格局.....	12
图 18	2015-2022 年电网基本建设投资完成额规模.....	12
图 19	2015-2022 年电源基本建设投资完成额规模.....	12
图 20	2017-2022 年我国新能源汽车销量.....	13
图 21	2016-2021 年全球 PCB 产值规模.....	13
图 22	微电子焊接材料在 SMT 贴片、DIP 封装过程中的具体应用示意图.....	14
图 23	集成电路封装产业链全景图.....	14
图 24	2017-2021 年我国集成电路产业销售额规模测算.....	14
图 25	光伏银浆产业链简图.....	15
图 26	据 CPIA，2020-2030 年不同类型太阳能电池市场占比.....	16
图 27	2020-2021 年 HJT 电池非硅材料成本占比.....	16

表目录

表 1	限制性股票激励情况及行权考核要求.....	6
表 2	集中竞价交易方式回购股份计划及实际回购情况	7
表 3	2017-2019 年公司前五大销售客户	9
表 4	公司制冷领域主要客户基本情况.....	11
表 5	电子领域用新型焊膏的研究	15
表 6	高温银浆和低温银浆对比分析	16
表 7	华光新材分业务盈利预测.....	17
表 8	华光新材可比公司估值表.....	17

1. 中温硬钎料行业单项冠军示范企业，19至21年营收复合增速25.62%

1.1 专业从事钎焊产业，持续拓宽产品应用场景

1.1.1 产品系列矩阵丰富，为下游制造业应用领域的关键耗材

根据公司 2022 年半年报，公司是国家高新技术企业，专业从事钎焊材料的研发、制造和销售，主要产品为中温钎料、银浆等电子连接材料。钎焊材料广泛应用于国计民生和重大工程，被誉为“工业万能胶”。在长期的研发与生产实践过程中，公司不断创新和优化材料配方，不断进行钎料制备工艺的技术创新与改进，逐步形成了钎料配方技术和产品制备工艺技术两大类核心技术。凭借技术创新，并结合市场需求，公司在钎焊材料领域形成了较完备的自主知识产权体系和“多品种、多品规”产品系列。

图1 公司主要产品矩阵示意图



资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

钎焊材料为下游制造业应用领域的关键耗材，对高端装备制造业的质量及性能稳定性具有重要影响。钎焊材料具有导电、导热及耐腐蚀等特性，应用领域广泛，在制冷行业、电机、轨道交通、汽车、电气设备、硬质合金、电子、仪器仪表、航空航天、核电、医疗器械、五金卫浴、眼镜、乐器等制造行业中皆有着广泛应用。

1.1.2 深耕现有成熟市场，持续拓展下游领域

经过 27 年的发展，公司已成为我国钎焊材料制造行业引领材料研发与应用的主要企业之一，在铜基钎料和银钎料等中温硬钎料领域的市场地位突出。根据公司官网及招股书，公司成立于 1995 年，同年研发成功铜基钎料并实现量产；2001 年成功开发银焊料并实现量产；2007-2018 年成功研发真空钎料、复合钎料，进入电机市场、真空钎料领域、工业刀具领域、复合钎料领域；2019 年成功开发银浆产品，并拓展海外市场，被授予“中温硬钎料行业单项冠军示范企业”荣誉称号；2020 年公司上市。

图2 公司发展历程图

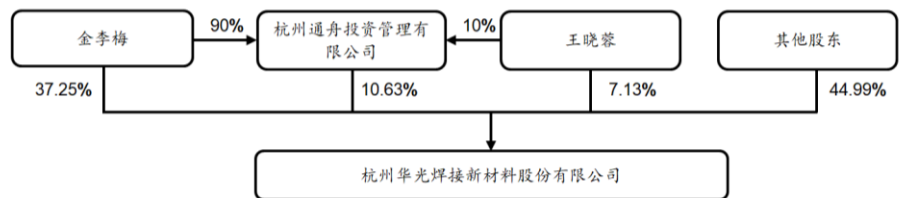


资料来源：华光新材官网，华光新材招股说明书，海通证券研究所

1.1.3 公司实际控制人金李梅持有公司 37.25%股份，股权激励及股份回购彰显管理层长期信心

公司股权结构较为集中。截至 2022 年 9 月末，公司实际控制人及最终受益人为金李梅，直接持有公司 37.25%股份，并通过通舟投资间接持有发行人 9.57%的股份。

图3 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：Wind，华光新材 2022 年三季度报告，海通证券研究所

公司于 2021 年 12 月 1 日发布《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，授予激励对象限制性股票数量 208 万股（占当时总股本 8800 万股的 2.36%），首次授予限制性股票的授予价格为 12 元/股（根据关于调整 2021 年限制性股票激励计划授予价格的公告，公司将授予价格调整为 11.84 元/股），激励对象总人数为 77 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员和核心骨干人员。本激励计划行权考核要求以 2020 年营业收入、归母净利润为基数，2021-2023 年增长率分别不低于 15%、30% 及 50%。我们测算得到考核要求 2021-2023 年营业收入分别不低于 9.89、11.18 及 12.91 亿元，或者 2021-2023 年归母净利润分别不低于 0.74、0.84 及 0.97 亿元。根据公司 2021 年年报，公司 2021 年营业收入 12.11 亿元，达到行权考核要求的 9.89 亿元。

表 1 限制性股票激励情况及行权考核要求

日期	价格	股票数量	激励对象总人数	行权考核要求
向激励对象首次授予限制性股票 2021 年 12 月 1 日	12 元/股（根据关于调整 2021 年限制性股票激励计划授予价格的公告，公司将授予价格调整为 11.84 元/股）	208 万股（占当时总股本 8800 万股的 2.36%）	77 人	本激励计划行权考核要求以 2020 年营业收入、归母净利润为基数，2021-2023 年增长率分别不低于 15%、30% 及 50%。我们测算得到考核要求 2021-2023 年营业收入分别不低于 9.89、11.18 及 12.91 亿元，或者 2021-2023 年归母净利润分别不低于 0.74、0.84 及 0.97 亿元。

资料来源：华光新材关于向激励对象首次授予限制性股票的公告，华光新材 2021 年限制性股票激励计划实施考核管理办法，华光新材关于调整 2021 年限制性股票激励计划授予价格的公告，海通证券研究所

公司共以集中竞价交易方式进行两次股份回购，彰显管理层长期信心。根据公司于 2022 年 10 月 29 日发布的《关于股份回购实施结果的公告》，公司于 2022 年 10 月 27 日完成首次股份回购，实际回购公司股份 185.1 万股（占当时总股本 8800 万股的 2.10%），回购最高价为 18.34 元/股，最低价为 14.99 元/股，均价为 16.21 元/股，使用资金总额 2999.72 万元（不含交易费用）。根据公司于 2023 年 2 月 3 日发布的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告》，截止 2023 年 1 月 31 日，公司共回购公司股份 29.5 万股（占当时总股本 8874.752 万股的 0.33%），回购成交的最高价为 16.95 元/股，最低价为 16.12 元/股，支付资金总额 493.97 万元（不含交易费用）。

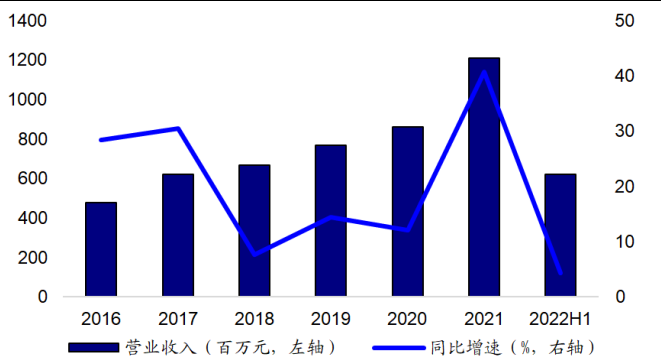
表 2 集中竞价交易方式回购股份计划及实际回购情况

发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》的日期	回购计划	实际回购情况
2022 年 5 月 10 日	本次回购股份资金总额不超过 3000 万元，不低于 1500 万元，按本次回购价格上限 23 元/股测算，回购的股份数量约为 65 万股至 130 万股，约占公司总股本的 0.74%至 1.48%。	公司于 2022 年 10 月 27 日完成股份回购，已实际回购公司股份 185.1 万股（占公司当时总股本 8800 万股的 2.10%），回购最高价为 18.34 元/股，最低价为 14.99 元/股，均价为 16.21 元/股，使用资金总额 2999.72 万元（不含交易费用）。
2022 年 11 月 16 日	本次回购股份资金总额不超过人民币 3000 万元，不低于人民币 1500 万元，按本次回购价格上限 25 元/股测算，回购的股份数量约为 60 万股至 120 万股，约占公司总股本的 0.68%至 1.36%。	截止 2023 年 1 月 31 日，公司共回购公司股份 29.5 万股（占公司当时总股本 8874.752 万股的 0.33%），回购成交的最高价为 16.95 元/股，最低价为 16.12 元/股，支付资金总额 493.97 万元（不含交易费用）。

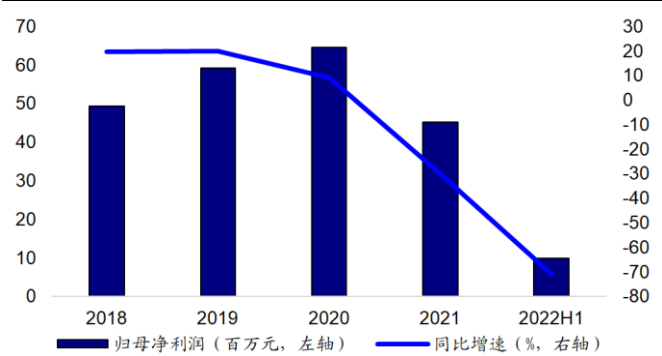
资料来源：关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书（2022 年 5 月 10 日、2022 年 11 月 16 日），关于股份回购实施结果的公告（2022 年 10 月 29 日），关于以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告（2023 年 2 月 3 日），海通证券研究所

1.2 公司营收增长稳健，2019-2021 年营收复合增速 25.62%

公司 2019-2021 年营业收入复合增速 25.62%。根据公司招股说明书及 2021 年年报，2019-2021 年公司营业收入从 7.67 亿元增长到 12.11 亿元，年复合增速 25.62%；2021 年公司实现归母净利润 0.45 亿，同比下滑 30.11%，主要系 2021 年下半年原材料银的价格出现单边下跌，为满足战略客户的订单需求，低毛利的产品销量增加等因素造成综合毛利率下降，同时研发费用增加所致。

图 4 2016-2022 年上半年公司营业总收入与同比增速


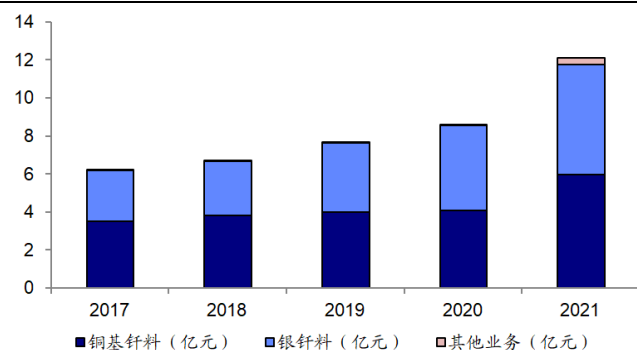
资料来源：公司招股说明书，2021 年年报，2022 年半年报，海通证券研究所

图 5 2018-2022 年上半年公司归母净利润与同比增速


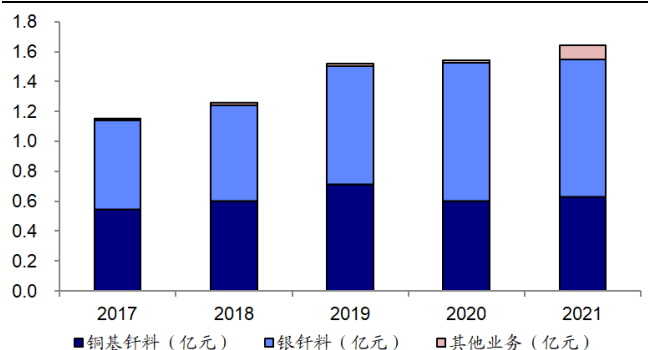
资料来源：公司招股说明书，2021 年年报，2022 年半年报，海通证券研究所

2019-2021 年铜基钎料、银钎料产品收入占营业收入比例之和的均值为 98.71%。

根据 Choice 金融终端数据，2019-2021 年铜基钎料、银钎料产品收入占营业收入比例均值分别为 49.66%和 49.05%。根据公司 2021 年年报，银浆等材料作为公司新产品，进入电子连接材料新赛道，2021 年收入同比增长 603.09%，成为新的增长点。

图 6 2017-2021 年公司营业收入结构


资料来源：Choice 金融终端，海通证券研究所

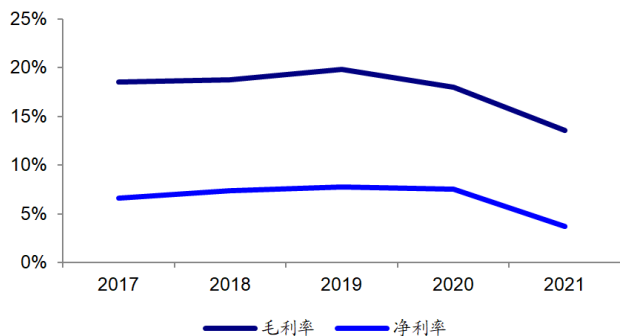
图 7 2017-2021 年公司分业务毛利


资料来源：Choice 金融终端，海通证券研究所

1.3 2021 年公司毛利率下滑主要系银价多次快速下跌，我们认为未来银价提升有望拉动毛利率回升

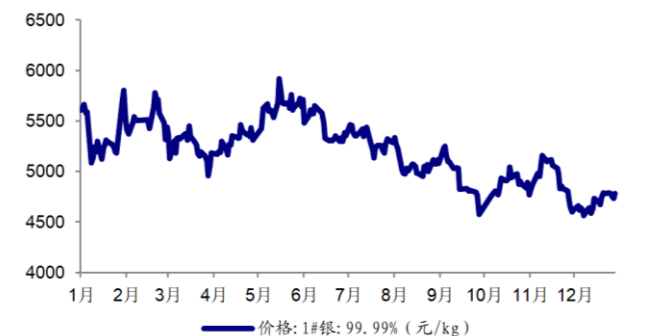
2021 年公司毛利率和净利率有所下滑，主要系银价出现快速单边下跌。公司成熟产品定价模式为“原材料成本+加工费”，以前一个月的平均市场价格作为原材料成本定价依据。公司生产经营所需的主要原材料为大宗商品白银、铜，价格波动频繁，根据 Wind 数据，2021 年下半年银价出现快速单边下跌，结算时点差异导致利润下降。

图 8 2017-2021 年公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 2021 年年报, 海通证券研究所

图 9 2021 年白银价格走势

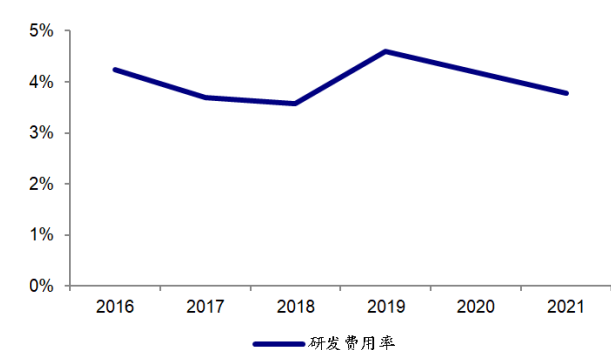


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2023 年银价据百川盈孚预测或将震荡上行，同时公司积极改进报价结算模式，我们认为公司毛利率将有所回升。根据 2022 年 7 月投资者关系活动记录表，公司已积极优化报价与回款方式、加大高毛利产品的拓展，优化原材料结算模式，逐步降低原材料价格波动对毛利率的影响。同时，据百川盈孚预测，2023 年白银价格或将继续震荡上行。

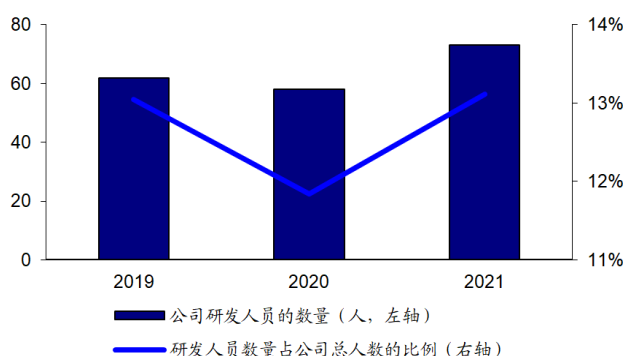
2019-2021 年公司研发费用率均值为 4.18%，截至 2022 年 6 月末已获得 99 项授权专利。根据 Wind 数据，2016-2021 年公司研发费用稳步提升，由 0.2 亿元增长至 0.46 亿元，2019-2021 年研发费用占总收入比例均值为 4.18%。公司研发能力突出，在产品、技术、工艺、设备等方面的自主创新能力具有较强竞争优势。根据公司 2022 年半年度报告，截至 2022 年 6 月末，公司获得授权专利 99 项，其中发明专利 38 项。

图 10 2016-2021 年公司研发费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 11 2019-2021 年公司研发人员情况



资料来源: 公司 2020 年年报, 2021 年年报, 海通证券研究所

2017-2019 年公司客户集中度较高，2021 年前五大客户集中度下降至 44.55%。相对集中的下游行业导致公司的客户也相对集中，符合行业惯例。针对客户集中度较高的情况，公司积极拓展其他客户、产品其他应用市场，同时加大新产品研发力度。2021 年，前五大客户销售收入合计占比下降至 44.55%。

表 3 2017-2019 年公司前五大销售客户

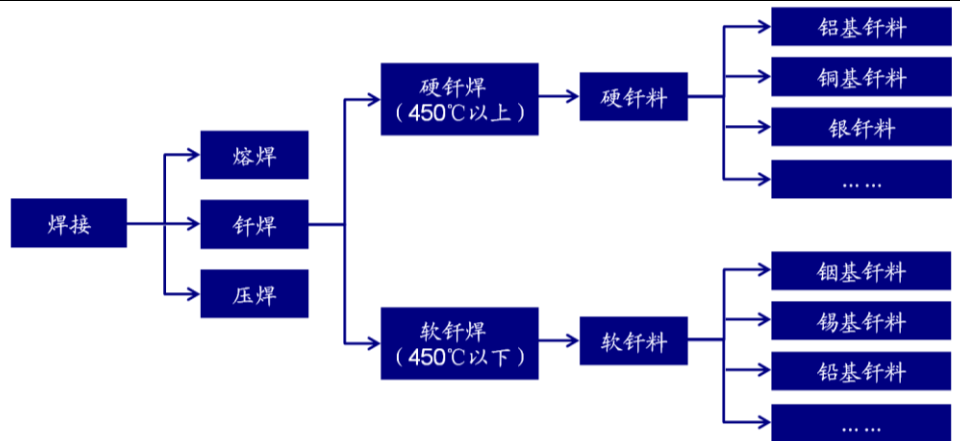
年度	客户名称	产品类型	销售量 (吨)	销售收入 (万元)	占当期营业收入比例 (%)
2019 年度	美的集团	银钎料、铜基钎料	956.13	16212.76	21.13
	格力电器	银钎料、铜基钎料	1300.30	9272.34	12.08
	三花智控	银钎料、铜基钎料	254.29	6917.83	9.01
	旭光股份	银钎料	16.81	4245.92	5.53
	奥克斯空调	铜基钎料	591.16	3448.38	4.49
	合计		3118.69	40097.23	52.25
2018 年度	美的集团	银钎料、铜基钎料	935.85	15767.45	23.53
	格力电器	银钎料、铜基钎料	2060.73	14269.01	21.29
	三花智控	银钎料、铜基钎料	210.89	5927.84	8.85
	奥克斯空调	铜基钎料	520.14	3076.99	4.59
	旭光股份	银钎料	10.09	2394.56	3.57
	合计		3737.70	41435.85	61.83
2017 年度	美的集团	银钎料、铜基钎料	933.61	14148.83	22.73
	格力电器	银钎料、铜基钎料	1774.34	12315.02	19.79
	三花智控	银钎料、铜基钎料	196.17	5450.15	8.76
	奥克斯空调	铜基钎料	420.21	2474.64	3.98
	三菱电机 (广州) 压缩机有限公司	银钎料、铜基钎料	35.30	2435.76	3.91
	合计		3359.63	36824.40	59.17

资料来源：华光新材招股说明书，海通证券研究所

1.4 2018 年公司硬钎料市占率达 14.19%，拓展电子锡焊料、银浆等新航道，在建产能丰富

根据钎料熔化温度区间的不同，钎焊材料分为硬钎料和软钎料两种。熔点高于 450℃ 的钎料为硬钎料，熔点低于 450℃ 的钎料为软钎料。硬钎料中可根据钎焊温度的不同进一步细分，钎焊温度高于 900℃ 的钎料为高温硬钎料，钎焊温度低于 900℃ 的钎料为中温硬钎料。

图 12 钎焊材料产业链结构图



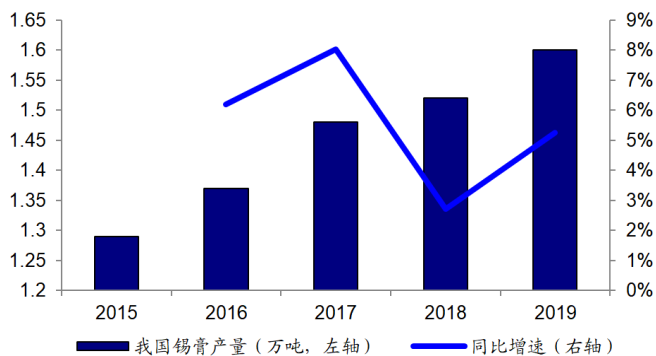
资料来源：华光新材招股说明书，海通证券研究所

公司立足中温硬钎料行业，2018 年公司硬钎料市场占有率达 14.19%，扩展软钎料、电子浆料等业务领域。公司规划未来通过持续产品技术创新、新应用领域的开拓，在巩固中温硬钎料优势地位的同时，拓展电子浆料、锡焊膏等领域的高新技术新产品，不断拓展新能源汽车、电子连接、绿色能源设施等新赛道。根据公司招股书，2018 年我国钎

料产量约 18.5 万吨，其中约 3.5 万吨硬钎料、15 万吨软钎料。公司 2018 年钎料产量约为 4967 吨，若以国内硬钎料产量规模计算，公司硬钎料市场占有率约达到 14.19%。

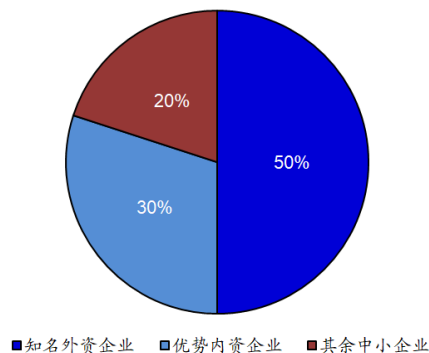
2020 年我国微电子焊接材料市场规模达 300 亿元，国内企业市场渗透率仍较低。根据唯特偶招股书，2020 年我国微电子焊接材料市场规模 300 亿元，且呈现稳步增长态势。根据唯特偶招股书援引中国电子材料行业协会电子锡焊料材料分会于 2021 年 7 月 12 日出具的《证明》，目前国内锡膏市场约 50% 的市场份额被知名外资企业占据，国内企业渗透率较低。

图 13 2015-2019 年我国锡膏产量



资料来源：唯特偶公司招股说明书，海通证券研究所

图 14 2021 年我国锡焊膏市场竞争格局



资料来源：唯特偶招股说明书，援引中国电子材料行业协会电子锡焊料材料分会于 2021 年 7 月 12 日出具的《证明》，海通证券研究所

公司在建产能丰富，正在开展新增 4000 吨募投扩产项目，智能、绿色、高效的产线将带来新一轮红利。根据原创力文档援引杭州华光焊接新材料股份有限公司余政工出 [2019]33 号地块金属制品业项目环境影响报告书，公司现有产能包含 6000 吨/年中温钎料，正在开展新增 4000 吨募投扩产项目《年产 4000 吨新型绿色钎焊材料智能制造建设项目》，耗用投资额 1.786 亿元。该项目产品包括新建铜基钎料+银钎料产能 3690t/a，药芯钎料产能 200t/a，药皮钎料产能 10t/a，真空钎料产能 70t/a，钎焊膏产能 10t/a 以及银浆产能 20t/a，根据《华光新材关于募投项目延期的公告》，计划于 2023 年 12 月投产。项目投入使用后，智能、绿色、高效的产线将带给公司发展的新一轮红利。

2. 优势行业持续领跑，新兴行业快速增长

2.1 制冷领域：公司第一大营收领域，国内市占率超 40%

制冷领域是公司第一大营收领域，公司国内市占率超过 40%，积累格力电器、美的集团等大客户。得益于该行业庞大且稳定的生产量，制冷领域已成为钎焊材料最主要的需求市场之一。根据 2022 年 3 月投资者关系活动记录表，公司在国内制冷产业链市场占有率高于 40%。公司合作客户为行业龙头或业内知名企业，包括格力电器、美的集团及奥克斯等空调整机厂商，以及三花智控、丹佛斯集团、三菱压缩机、松下万宝等制冷领域上游零部件厂商。

表 4 公司制冷领域主要客户基本情况

客户名称	公司基本情况	主要交易内容
格力电器	中国乃至全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的专业化空调及相关家电生产企业。	银钎料、铜基钎料
美的集团	覆盖智能家居事业群、工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务五大业务板块，以家电制造业为主的大型综合性企业集团。	银钎料、铜基钎料
三花智控	集科研、生产、经营、服务于一体的大型民营企业，主导产品空调四通换向阀与截止阀全球市场占有率分别达到 60%和 30%以上。	银钎料、铜基钎料
奥克斯集团	产业涵盖电力、家电、地产和金融等领域的综合性集团公司。	铜基钎料
海立股份	主营业务为空调压缩机，是国内规格品种最齐全，规模最大的生产企业，连续多年产销规模名列国内行业第一，世界前三。	银钎料、铜基钎料
三菱电机（广州）压缩机有限公司	外商合资企业，公司主营货物进出口、商品批发贸易；制冷、空调设备制造。	银钎料、铜基钎料
丹佛斯	丹麦最大的跨国工业制造公司之一，是制冷和空调控制、供热和水控制以及传动控制等领域处于世界领先地位的产品制造商和服务供应商。	银钎料、铜基钎料
松下万宝	主要研发和制造旋转式压缩机，产品应用于房间空调器、干衣机、除湿机及热泵热水器等领域。	银钎料、铜基钎料

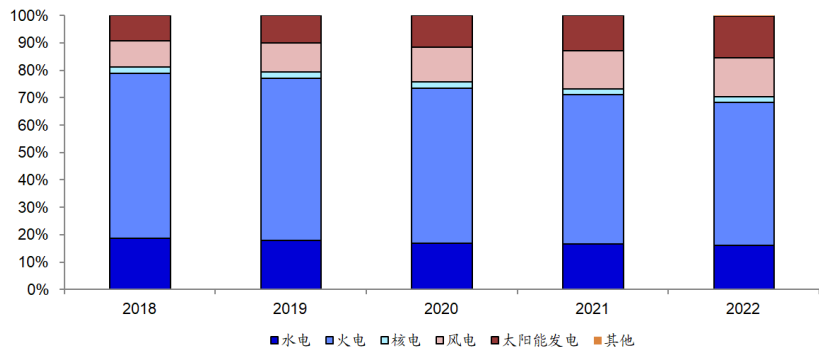
资料来源：华光新材招股书，美的集团 2021 年年报，海通证券研究所

2.2 清洁能源及轨交装备发展，带动电机领域钎焊材料需求稳步提升

电机制造是钎焊材料另一大传统应用领域。钎焊主要应用于电机内部电联接部位，如电机转子、定子线圈的接头上。根据能量转换方向的差异，电机可分为发电机组和动力发电机组两大类。

2.2.1 发电机组领域：2022 年非化石能源占总装机比重达 49.6%，清洁能源发展带动钎料需求增长

受益于清洁能源发展，风电、水电机组产量增加，钎焊材料需求增长，2022 年非化石能源占总装机比重达 49.6%。根据中央纪委国家监委网站，“十四五”期间及未来中长期，为了实现国家“碳达峰、碳中和”的战略目标，清洁能源发电将成为我国电力装机增长的重点。从机组角度来看，煤电机组容量较大，而风电、水电机组单机容量相对较小，因此未来新增、置换机组台数将大幅增加，对钎焊材料需求量增长。据新京报百家号，2022 年非化石能源占总装机比重达 49.6%，同比提高 2.6pct，电力延续绿色低碳转型趋势。

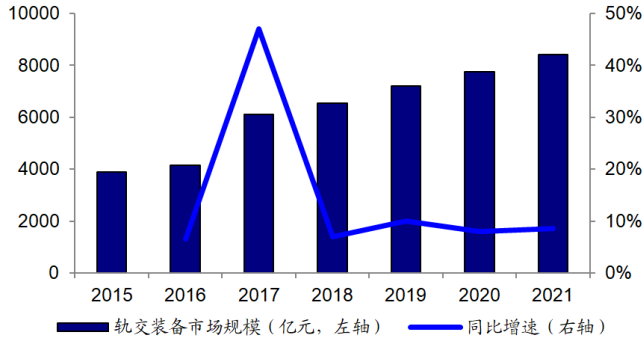
图 15 2018-2022 年我国发电装机容量结构


资料来源：国家能源局，海通证券研究所

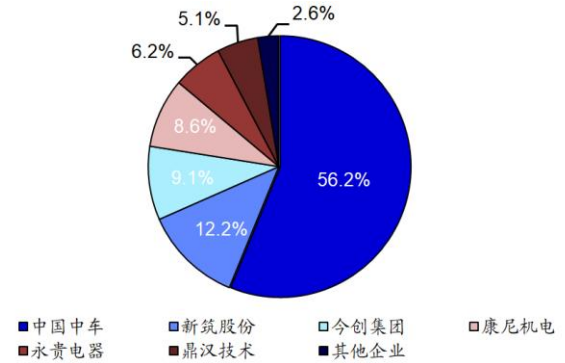
2.2.2 动力发电机组领域：轨交装备行业高景气，公司为龙头中国中车供货

在动力发电机组方面，轨交装备行业景气度高，公司是轨交装备行业龙头中国中车的供应商。根据华经产业研究院数据，2015-2021 年我国轨交装备市场规模从 3899 亿元

增长到 8425 亿元，复合增长率达 13.70%。根据国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》，2035 年我国铁路网总规模将从 2020 年的 14.63 万公里，增长到 20 万公里左右，我们认为城轨建设将迎来黄金发展期。铁路及轨交系统运营里程的提升将带动机车、动车组及轨交车辆需求的增长，进而将会提升动力电机生产对钎焊材料的需求。同时，我国轨交装备市场较为集中，2021 年中国中车市占率达 56.2%。

图 16 2015-2021 年我国轨交装备市场规模


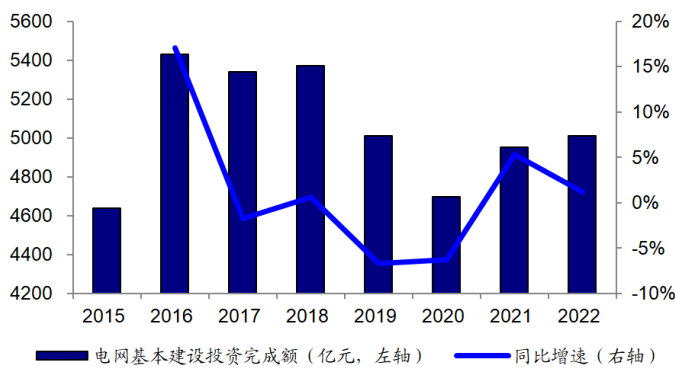
资料来源：华经情报网百家号，海通证券研究所

图 17 2021 年我国轨交装备市场竞争格局


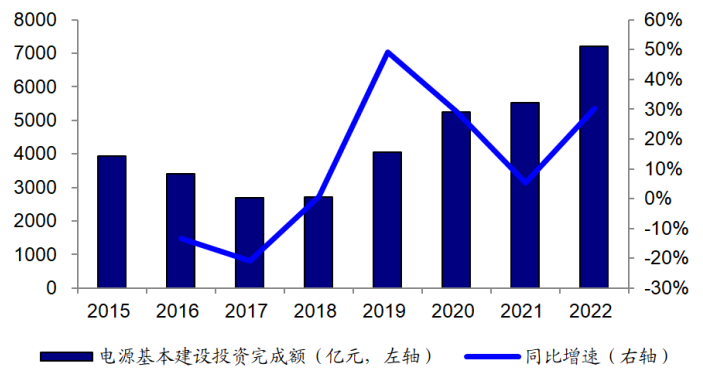
资料来源：华经情报网百家号，海通证券研究所

2.3 电气领域：公司真空钎料技术领先，我们认为真空开关管行业稳健增长

在电气器件行业，公司客户包括宝光股份、旭光股份等国内领先的真空开关管研发和生产企业，我们认为真空开关管行业将稳健增长。真空开关管是中高压电力开关的核心必备部件，主要应用于电力的输配电控制系统，对电力工业有着较大的依存度。根据人民网百家号，《中国电力行业年度发展报告 2022》显示，2021 年全国全社会用电量 83313 亿千瓦时，较 2020 年增长 10.4%。我们认为，在稳定的电源投资和电网投资下，真空开关管行业将稳健增长。

图 18 2015-2022 年电网基本建设投资完成额规模


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 19 2015-2022 年电源基本建设投资完成额规模


资料来源：Wind，海通证券研究所

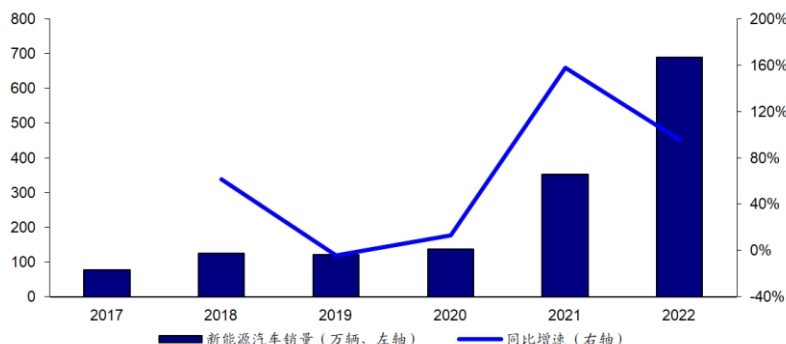
公司真空钎料核心技术领先，与真空开关管头部企业合作。为保证真空管内的真空环境及整体的绝缘效果，要求钎焊中必须采用真空钎料。由于真空钎料要求有良好的清洁性和溅散性，对生产环境和制备过程的洁净度要求高，国内大多数厂家不具备真空钎料生产条件。公司拥有的核心技术“真空钎料配方技术”、“真空钎料制备技术”于 2012 年实现产业化，具备良好的清洁性、溅散性和尺寸精度。公司客户为头部企业宝光股份及旭光电子，根据华经产业研究院公众号，2020 年合计占真空开关管市场的 62.8%。

2.4 成功切入新能源汽车赛道，合作美程陶瓷、宏发股份等优质客户

2.4.1 2019-2021 年我国新能源汽车市场渗透率从 4.68% 增至 19.10%，市场高景气

随着“碳中和”、“碳达峰”等政策目标的落实，新能源汽车综合性能提升、制造成本下降，市场前景广阔。根据中国汽车工业协会，我国新能源汽车市场高速增长，2019-2021 年我国新能源汽车市场渗透率从 4.68% 增长至 19.10%，增长了 14.42pct。

图 20 2017-2022 年我国新能源汽车销量



资料来源：中汽协会数据公众号，海通证券研究所

2.4.2 合作美程陶瓷、宏发股份等龙头客户，预计营收将实现高速增长

公司成功切入新能源汽车赛道，公司产品应用包括高压直流继电器、新型动力电池陶瓷密封圈，积累美程陶瓷、宏发股份等龙头客户资源。动力电池密封圈应用方面，公司与比亚迪供应商美程陶瓷合作。根据 2023 年 1 月投资者关系记录表，随着公司产能的提升以及客户美程陶瓷需求的提升，预计公司收入有望进一步实现高速增长。公司还为全球龙头宏发股份供货，据宏发股份 2021 年年报，产品高压直流继电器全球市占率达 36%，宏发股份与特斯拉等多个全球主流新能源车厂建立合作关系。

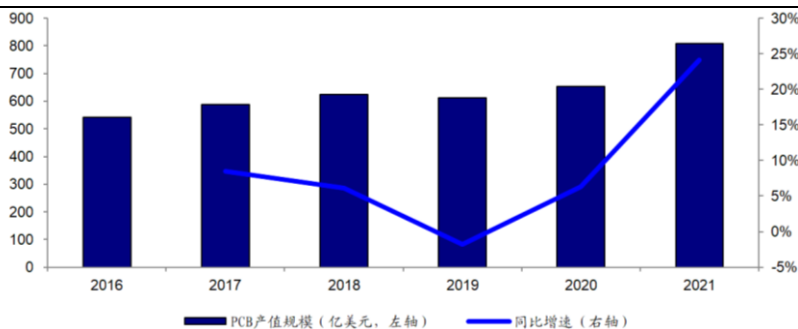
3. 关注战略新兴高端制造产业，积极布局电子锡焊料、电子银浆等业务

3.1 重点研发电子锡焊料，加速国产化替代进程，市场前景可期

3.1.1 2021 年全球 PCB 产值同比增长 24.08%，锡膏成为微电子焊接材料重点发展方向

2021 年，全球 PCB 行业产值规模达到 809 亿美元，同比增长 24.08%。根据 PCB 资讯微信公众号，PCB 行业属于电子信息产品制造的基础产业，与宏观经济周期相关性较高。尽管 2021 年受疫情影响，但受益于 5G 通讯及终端、新能源汽车、消费电子等市场的爆发，带动 PCB 行业逆势增长。据 PCB 资讯，2021 年全球 PCB 行业产值达 809 亿美元，同比增长 24.08%。

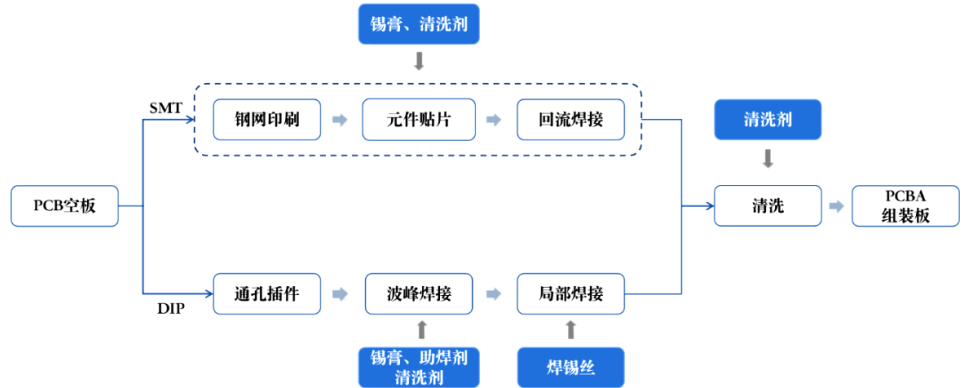
图 21 2016-2021 年全球 PCB 产值规模



资料来源：PCB 资讯公众号援引 Prismaark 及观知海内咨询，海通证券研究所

锡膏是随着 PCB 行业表面贴装技术的运用而生的一种新型微电子焊接材料，将成为微电子焊接材料的重点发展方向。根据唯特偶公司招股书，微电子焊接材料主要使用在 SMT、DIP 工艺中。由于 SMT 贴片技术相比于 DIP 封装技术具有组装密度高、焊接不良率低、焊接一致性及稳定性好、便于自动化生产等多重优势，是未来 PCBA 电子装联环节的主流发展趋势，因此主要用于 SMT 贴片环节的锡膏产品将是微电子焊接材料的重点发展方向。

图 22 微电子焊接材料在 SMT 贴片、DIP 封装过程中的具体应用示意图



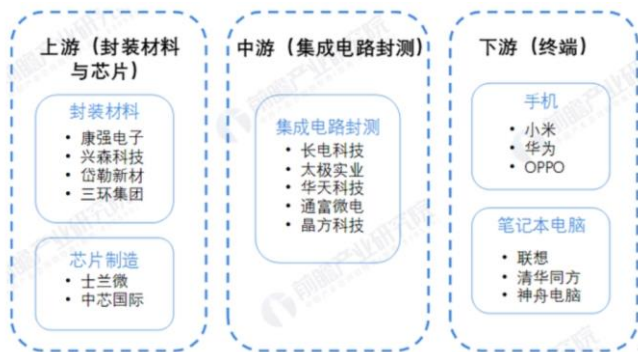
资料来源：唯特偶公司招股书，海通证券研究所

电子锡焊料行业未来发展趋于精细化、绿色化、低温化，锡膏在微电子焊接材料中的比重逐步提升。根据唯特偶公司招股书，为满足电子元器件的精细化趋势，SMT 的组装密度越来越高，与之相关微电子焊接材料的产品配方技术、工艺制备技术的研发难度快速上升，加之产品制备工艺技术过程逐渐趋于环保低耗，未来精细化、绿色化、低温化的锡膏产品配方研发将是行业重点研发方向及研发趋势。

3.1.2 国内锡膏市场外资企业市占率高达 50%，国产化替代需求显现

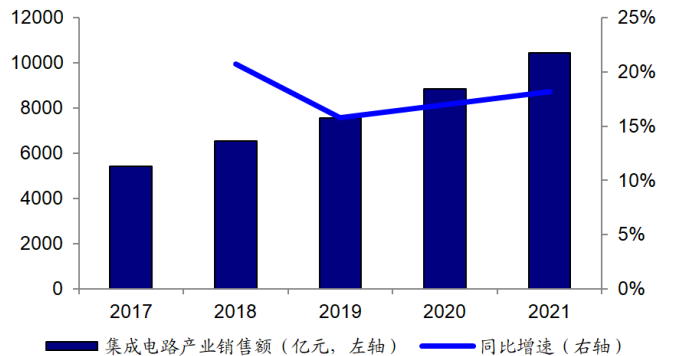
国内锡膏市场的外资企业市占率高达 50%，我国集成电路封装产业的快速发展拉动锡膏国产化替代需求。据唯特偶招股书，国内锡膏市场约有 50% 的市场份额被美国爱法、日本千住等知名外资企业占据。根据中国半导体行业协会，2017-2021 年我国集成电路产业销售额从 5411.3 亿元增至 10458.3 亿元。据 2022 年 11 月投资者关系活动记录表，得益于我国集成电路封装产业的快速发展，应用市场提出了国产化的需求，为国产锡焊膏企业带来了国产化替代的市场契机。

图 23 集成电路封装产业链全景图



资料来源：前瞻经济学人百家号，海通证券研究所

图 24 2017-2021 年我国集成电路产业销售额规模测算



资料来源：中国半导体行业协会公众号，海通证券研究所

3.1.3 重点研发电子锡焊料，已通过多家知名客户认证，我们认为将驱动公司整体盈利能力提升

锡焊膏产品是公司规划的一大战略发展方向，2022年公司锡焊膏产品已取得阶段性成果，公司将加快推进锡焊料业务的开发。根据2022年11月投资者关系活动记录表，公司的锡焊膏产品对标进口锡焊膏，实现高可靠性。根据唯特偶招股书，2019-2021年锡膏产品毛利率均值为25.41%，高于公司2019-2021年毛利率均值17.12%，因此我们认为研发锡焊膏能够驱动公司整体盈利能力提升。

表 5 电子领域用新型焊膏的研究

项目名称	预计总投资规模	累计投入金额	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
电子领域用新型焊膏的研究	360万元	237.7万元	实现高端电子领域封装用的新型焊膏的成分设计和新型制备方法，改善助剂触变性等多种特性，从而实现整体润湿性能的提升和焊后接头性能的改进，逐步开展纳米 Ag 膏、低银化的 Sn-Ag-Cu 系列产品设计	国内领先	应用 IGBT 半导体封装、电子等领域

资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

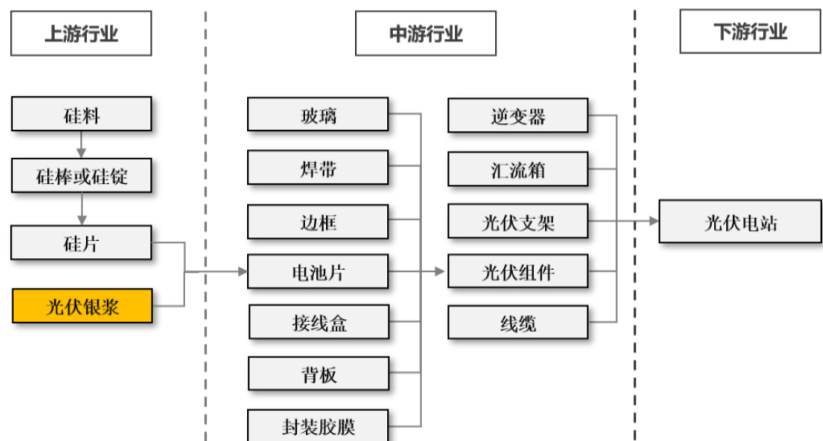
公司已通过多家客户的产品认证，技术实力得到认可。公司的锡焊膏产品已通过盛路通信、硕格电子等客户的认证。由于微电子焊接材料对终端产品的导电及连接性能起到核心作用，因此下游客户对微电子焊接材料供应商具有严格的认证过程，知名客户的认证周期通常耗时 1-2 年。公司已具备过硬技术，我们认为，未来随着公司进一步研发新产品、积极布局产能，锡焊料的销售收入将快速增长。

3.2 积极开发高附加值银浆产品，密切关注 HJT 电池银浆

银浆产品下游应用包括电子元器件、柔性线路、半导体和光伏等。根据 2023 年 1 月投资者关系记录表，公司已进入银浆行业，随着后续产品稳定放量，产能利用率将逐步提升。根据 2022 年 7 月投资者关系记录表，公司现已推出运用于薄膜开关、触摸屏、笔记本键盘、元器件压敏电阻等领域的银浆产品。

公司积极开发高附加值的银浆产品，密切关注 HJT 电池银浆，未来银浆产品毛利率提升动能强。公司正针对光伏领域积极开展产品布局，密切关注应用于异质结电池银浆技术发展方向，目前正与相关客户进行互动，并牵手电子浆料领域的专家积极开展技术研发。根据 Choice 金融终端援引头豹研究院，光伏银浆是生产光伏电池的重要原料之一，下游应用于光伏电站，其消耗量及市场规模直接受光伏组件装机的拉动而呈现上升趋势。

图 25 光伏银浆产业链简图



资料来源：聚和材料公司招股书，海通证券研究所

根据华经产业研究院公众号，光伏银浆按照银浆烧结温度可分为：高温银浆和低温

银浆。根据巨化控股有限公司公众号，其中仅 HJT 电池需采用低温银浆。

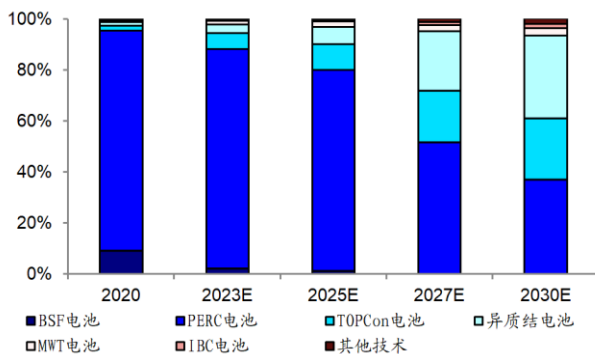
表 6 高温银浆和低温银浆对比分析

	分类标准	适用光伏电池	组成成分
高温银浆	烧结温度高于 500℃	BSF 电池、PERC 电池、PERT 电池等常规晶体硅光伏电池	银粉、玻璃粉、有机载体
低温银浆	烧结温度低于 250℃	HJT 电池	银粉、树脂、有机溶剂

资料来源：华经产业研究院公众号，苏州固鐳调研活动信息 20211119，海通证券研究所

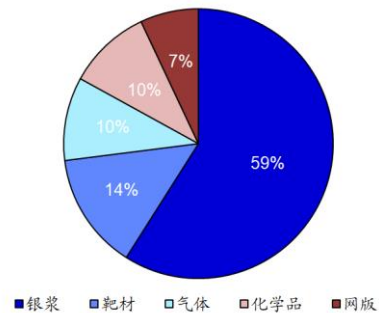
根据中国光伏行业协会 CPIA 公众号，随着电池效率和成本优势的改善，以 TOPCon、HJT 等为代表的 n 型电池将逐渐确立领先优势，据其预测将形成对传统技术的替代趋势，预计 HJT 电池市场占比从 2020 年的 1.5% 提高至 2030 年的 32.5%。2020-2021 年，HJT 电池非硅材料成本中，银浆占比达 59%。根据聚和材料招股书，由于当前 HJT 电池市场渗透率较低，因此低温银浆市场规模较小，国产化尚处起步阶段，我们认为低温银浆市场空间广阔。

图 26 据 CPIA，2020-2030 年不同类型太阳能电池市场占比



资料来源：中国光伏行业协会 CPIA 公众号，海通证券研究所

图 27 2020-2021 年 HJT 电池非硅材料成本占比



资料来源：中国光伏行业协会 CPIA 公众号，海通证券研究所

4. 盈利假设

我们预计华光新材 22-24 年归母净利润分别为 7、59、97 百万元，对应 EPS 分别为 0.08 元、0.66 元、1.09 元。综合来看，我们给予 2023 年华光新材 32-35 倍 PE 估值区间，对应合理价值区间 21.12-23.10 元。首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测假设：1) 销量假设：我们预计 2022-2024 年铜基钎料销量分别为 6187.1 吨、7299.1 吨、9211.5 吨，银钎料销量分别为 258.0、297.9 吨、368.3 吨，银浆销量分别为 9.7 吨、17.9 吨、26.6 吨。2) 价格假设：我们预计铜基钎料 2022-2024 年价格分别为 9.5 万元/吨、9.8 万元/吨、10.0 万元/吨，银钎料价格分别为 225.0 万元/吨、242.0 万元/吨、250.0 万元/吨，银浆价格分别为 370.0 万元/吨、375.0 万元/吨、380.0 万元/吨。3) 毛利率增长假设：我们预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 10.12%、13.40%、14.26%，2023-2024 年毛利率增长，主要系银价回升、公司积极改进报价结算模式，拉动公司整体毛利率提高。

表 7 华光新材分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	1210.95	1226.31	1535.93	1994.79
总成本 (百万元)	1046.40	1102.17	1330.18	1710.35
总毛利 (百万元)	164.55	124.14	205.75	284.44
总毛利率 (%)	13.59%	10.12%	13.40%	14.26%
铜基钎料				
销售收入 (百万元)	597.99	587.77	715.31	921.15
成本 (百万元)	535.21	537.47	648.81	828.10
毛利 (百万元)	62.78	50.31	66.50	93.05
毛利率 (%)	10.50%	8.56%	9.30%	10.10%
银钎料				
销售收入 (百万元)	579.46	580.55	720.97	920.76
成本 (百万元)	487.15	521.36	608.00	770.43
毛利 (百万元)	92.31	59.18	112.97	150.33
毛利率 (%)	15.93%	10.19%	15.67%	16.33%
银浆				
销售收入 (百万元)	20.01	37.76	67.28	101.08
成本 (百万元)	17.01	33.23	57.18	85.92
毛利 (百万元)	3.00	4.53	10.09	15.16
毛利率 (%)	15.00%	12.00%	15.00%	15.00%
其他				
销售收入 (百万元)	13.49	20.24	32.38	51.80
成本 (百万元)	7.03	10.12	16.19	25.90
毛利 (百万元)	6.46	10.12	16.19	25.90
毛利率 (%)	47.88%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

表 8 华光新材可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
301319.SZ	唯特偶	60.38	1.87	1.56	2.44	32.29	38.71	24.75
688503.SH	聚和材料	132.11	2.94	3.44	5.27	44.94	38.40	25.07
600703.SH	三安光电	18.91	0.29	0.32	0.52	65.21	59.09	36.37
均值						47.48	45.40	28.73

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 3 月 8 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

备注: 唯特偶的主营业务包括锡膏、焊锡丝、焊锡条等微电子焊接材料, 与公司的新增业务电子锡焊料相同, 聚和材料的主要产品为太阳能电池用正面银浆, 与公司的新增业务电子银浆范畴相同, 三安光电是公司未来业务发展重点电子锡焊膏的下游芯片企业。

5. 风险提示

在建产能投放不及预期、宏观经济下行、原材料市场价格下跌。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1211	1226	1536	1995
每股收益	0.51	0.08	0.66	1.09	营业成本	1046	1102	1330	1710
每股净资产	10.42	10.35	10.92	12.01	毛利率%	13.59%	10.12%	13.40%	14.26%
每股经营现金流	-5.52	0.55	-0.77	-1.68	营业税金及附加	3	3	4	5
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	11	11	14	18
P/E	39.83	258.45	30.75	18.56	营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
P/B	1.95	1.96	1.86	1.69	管理费用	32	36	40	52
P/S	1.47	1.46	1.17	0.90	管理费用率%	2.6%	2.9%	2.6%	2.6%
EV/EBITDA	26.30	35.82	18.01	14.15	EBIT	66	31	101	154
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	21	23	37	49
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	1.9%	2.4%	2.5%
毛利率	13.6%	10.1%	13.4%	14.3%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	3.7%	0.6%	3.8%	4.9%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	4.9%	0.8%	6.0%	9.1%	营业利润	48	8	64	105
资产回报率	2.9%	0.4%	2.7%	3.9%	营业外收支	-2	-1	-1	-1
投资回报率	5.0%	2.0%	5.0%	6.6%	利润总额	45	7	63	104
盈利增长 (%)					EBITDA	84	63	141	197
营业收入增长率	40.8%	1.3%	25.2%	29.9%	所得税	0	1	4	7
EBIT 增长率	-21.4%	-52.4%	221.4%	52.9%	有效所得税率%	0.3%	7.1%	7.1%	7.1%
净利润增长率	-30.1%	-84.6%	740.4%	65.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	45	7	59	97
资产负债率	40.2%	46.3%	54.7%	56.7%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	2.26	1.82	1.51	1.51	货币资金	102	95	167	131
速动比率	1.46	1.10	1.00	0.96	应收账款及应收票据	607	551	771	946
现金比率	0.19	0.14	0.16	0.10	存货	364	401	448	597
经营效率指标					其它流动资产	173	188	190	219
应收账款周转天数	80.69	90.00	80.00	80.00	流动资产合计	1247	1235	1576	1893
存货周转天数	106.75	125.00	115.00	110.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.88	0.76	0.80	0.87	固定资产	162	284	385	427
固定资产周转率	7.75	5.51	4.60	4.91	在建工程	70	114	104	63
					无形资产	44	52	60	68
					非流动资产合计	287	461	561	570
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1534	1697	2137	2463
净利润	45	7	59	97	短期借款	339	489	789	989
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	79	43	97	93
非现金支出	31	32	40	43	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	16	27	41	55	其它流动负债	132	148	156	169
营运资金变动	-578	-17	-207	-344	流动负债合计	550	680	1042	1250
经营活动现金流	-486	49	-68	-149	长期借款	49	89	109	129
资产	-68	-207	-140	-52	其它长期负债	17	17	17	17
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	66	106	126	146
其他	50	0	0	0	负债总计	617	786	1168	1397
投资活动现金流	-18	-207	-140	-52	实收资本	88	88	89	89
债权募资	164	190	320	220	归属于母公司所有者权益	917	910	969	1066
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	330	-40	-40	-54	负债和所有者权益合计	1534	1697	2137	2463
融资活动现金流	494	150	280	166					
现金净流量	-11	-8	72	-35					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
孙维容 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份,和邦生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23219394 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
联系人
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
王宇晴 wyq14704@haitong.com
侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengybc@haitong.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
联系人
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
舒子宸 szc14816@haitong.com
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
高上(021)23154132 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
李妹醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
联系人
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com
张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com
吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
联系人
余致翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com
阎石 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
联系人
张冰清 021-23154126 zbzq14692@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123219748 hjs14155@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lw13065@haitong.com 马菁菁 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 ljy12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王玮婕(021)23219768 wwj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com 联系人 吕科佳 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
李唯佳(021)23219384 ljwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com