

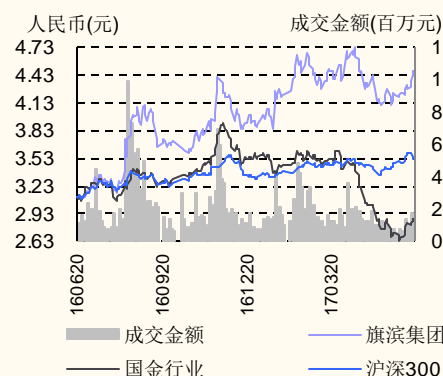
市场价格 (人民币): 4.45 元
 目标价格 (人民币): 5.50-5.76 元

浮法巨头，产业链延伸露端倪

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,471.64
总市值(百万元)	11,607.11
年内股价最高最低(元)	4.73/3.09
沪深 300 指数	3518.76
上证指数	3123.17



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.068	0.320	0.439	0.492	0.561
每股净资产(元)	2.03	2.31	2.70	3.04	3.44
每股经营性现金流(元)	0.33	0.62	0.84	0.82	0.89
市盈率(倍)	75.32	12.12	10.14	9.05	7.93
行业优化市盈率(倍)	20.54	20.54	20.54	20.54	20.54
净利润增长率(%)	-22.49%	387.39%	41.02%	12.14%	14.03%
净资产收益率(%)	3.34%	13.86%	16.75%	16.64%	16.79%
总股本(百万股)	2,525.29	2,608.34	2,684.44	2,684.44	2,684.44

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内最大的浮法玻璃生产企业，受益于行业回暖：**公司深耕浮法玻璃领域多年，截止 16 年底，公司原片总产能达到 15200 吨/天，稳居国内第一大浮法玻璃生产企业。自从 2011 年上市以来，公司产销率始终维持在高位，2016 年产销率达到 101.6%，销售势头良好。我们认为，短期内房地产回暖对需求有一定支撑，而行业冷修线由于复产成本等因素，新增产能将保持平稳，预计 17 年行业供需格局稳中向好，公司业绩将保持快速增长。
- **成本控制能力强，盈利能力突出：**公司单位成本呈逐年下滑趋势，从 2011 年到 2016 年，公司玻璃原片单位成本下降 15.7 个百分点，仅为 41.79 元/重量箱。随着今年公司 3 条老产线相继冷修技改及新的生产线投产，生产效率及规模优势进一步加强，未来公司单位成本将进一步下降。我们认为，随着新管理层的加入，将带来管理水平的进一步提升，节能降耗，提高产品质量也将是未来公司内部的重点工作之一，公司盈利水平将继续改善。
- **产业链延伸，进军深加工领域：**公司积极布局节能玻璃和光伏玻璃领域，分别在绍兴、河源以及马来西亚三地建设节能玻璃项目，预计今年底全部投产（其中河源基地将于 10 月份左右投产）；在湖南郴州建设光伏光电玻璃生产线，预计 18 年开始投产。根据《绿色建筑行动方案》标准，到 2020 年全国居住建筑节能面积占比要达到 65%，大约 130 亿平方米的建筑需要进行节能改造，对节能建材需求巨大。我们认为，一旦公司优质节能玻璃量产，有望抓住节能玻璃的上升期，打造新的业绩增长点。
- **实施股权激励，提升员工积极性：**公司继 2016 年实施股权激励后，于 2017 年 2 月份又推出新的股权激励计划。首次授予公司董事，高管及中高层管理人员、核心技术业务骨干等 92 人，授予数量为 7945 万股，并已完成授予登记。我们认为，随着股权激励落地，将充分调动员工积极性和创造性，对于公司未来生产技术改进，管理水平的提升及深加工领域的拓展意义重大。

投资建议

- 随着老旧生产线技改完成及新的生产线投产，生产效率将进一步提升，未来公司产业链延伸至深加工领域，打开新的业绩增长点，建议重点关注。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.44, 0.49 及 0.56 元，对应 17-19 年 PE 估值分别为 10.1、9 和 8 倍，目标价 5.5-5.8 元，给予“买入”评级。

风险

- 房地产投资大幅下滑，行业去产能低于预期，深加工业务进展低于预期。

闰广

联系人
 (8621)60230241
 yanguang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

内容目录

旗滨集团：国内最大的浮法玻璃生产企业	4
盈利能力突出，业绩保持快速增长	5
成本控制能力突出，不断提升管理水平	7
行业新增产能速度放缓，供需格局持续改善	8
房地产投资回暖，需求稳步增长	10
房地产投资触底反弹，带来需求支撑	10
汽车增速降缓，出口保持稳定	11
供需格局改善，玻璃价格高位企稳	12
行业回暖，龙头受益	13
产业链延伸，进入深加工领域	15
节能玻璃：随绿色城市兴起，成长空间巨大	16
光伏产业：景气度上行，装机量保持快速增长	19
实施股权激励，提升员工积极性	21
盈利预测与投资建议	21
风险提示	22

图表目录

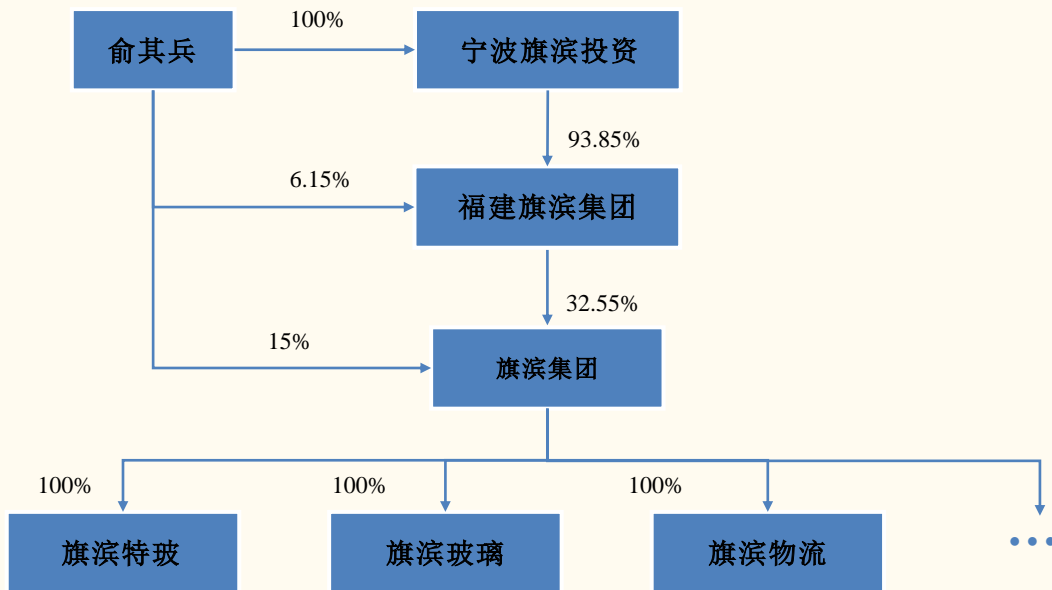
图表 1：股权结构示意图	4
图表 2：公司大事记	5
图表 3：公司营业收入及增速	5
图表 4：公司归属母公司的净利润及增速	5
图表 5：公司近年来净利率和毛利率水平	6
图表 6：同行业企业浮法玻璃毛利率比较	6
图表 7：公司收入分产品情况	6
图表 8：公司收入分地区情况	6
图表 9：公司浮法玻璃原片产销量情况	7
图表 10：公司浮法玻璃原片单位成本	7
图表 11：同行业企业期间费用率比较	7
图表 12：我国重油出厂价走势	8
图表 13：我国重质纯碱市场均价走势	8
图表 14：全国浮法玻璃生产线数量变化	8
图表 15：全国浮法玻璃总产能及产能利用率	8
图表 16：2012-2017 玻璃行业生产线及产能变化情况	9
图表 17：2017 年点火、复产冷修生产线	9
图表 18：全国浮法玻璃产销量及产销率	10
图表 19：玻璃行业库存及库存天数	10
图表 20：平板玻璃下游需求分布	10

图表 21: 全国房地产开发投资额及增速.....	11
图表 22: 商品房销售面积各月累计值及增长率.....	11
图表 23: 房地产新开工面积各月累计值及增长率.....	11
图表 24: 房地产竣工面积各月累计值及增长率.....	11
图表 25: 全国汽车销量各月累计值及增长率.....	12
图表 26: 全国汽车产量各月累计值及增长率.....	12
图表 27: 平板玻璃出口数量各月累计值及增长率.....	12
图表 28: 浮法玻璃现货价走势.....	13
图表 29: 2010-2016 年全国浮法玻璃产能和旗滨浮法玻璃产能.....	13
图表 30: 主要玻璃制造企业浮法玻璃产能 (吨/天)	14
图表 31: 公司产能一览表.....	14
图表 32: 公司建设玻璃深加工项目概况.....	15
图表 33: 深加工玻璃类别、特性及应用领域.....	15
图表 34: 我国各类深加工玻璃比例.....	16
图表 35: 我国玻璃深加工率比较低.....	16
图表 36: 普通玻璃与 Low-E 玻璃的能量传输示意图.....	16
图表 37: 全国人口分布及城镇化率.....	17
图表 38: 全球节能门窗市场规模.....	17
图表 39: Low-E 玻璃市场规模及增速.....	17
图表 40: “十三五”时期建筑节能和绿色建筑主要发展指标.....	18
图表 41: 南玻 A 工程玻璃营收及增速.....	18
图表 42: 南玻 A 平板玻璃与工程玻璃毛利率对比.....	18
图表 43: 信义玻璃建筑玻璃营收及增速.....	19
图表 44: 信义玻璃建筑玻璃与浮法玻璃毛利率对比.....	19
图表 45: 光伏产业链.....	19
图表 46: 我国光伏新增装机量及增速.....	20
图表 47: 全球光伏新增装机量及增速.....	20
图表 48: 我国光伏产业链各环节主要产品产量.....	20
图表 49: 国家促进光伏产业发展的相关政策.....	20
图表 50: 股权激励内容.....	21
图表 51: 旗滨集团原片业务盈利预测.....	21

旗滨集团：国内最大的浮法玻璃生产企业

- 公司深耕浮法玻璃领域多年，技术与规模均达到一定高度，主要产品包括优质浮法玻璃、着色玻璃及热反射镀膜玻璃、电子超薄玻璃及汽车玻璃原片等 20 多种浮法玻璃。截止 16 年底，公司原片总产能达到 15200 吨/天，成为国内第一大浮法玻璃生产企业，依托公司在浮法玻璃领域多年技术积累，正积极的向下游深加工领域延伸，目前公司总股本为 26.84 亿股，其中控股股东福建旗滨集团有限公司持有 87375 万股（其中限售股 3250 万股）、占比 32.55%，实际控制人俞其兵先生持有 40250 万股，占比约 15%；合计持有公司 47.55% 股权。

图表 1：股权结构示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司于 2005 年在湖南株洲成立；2007 年，公司设立全资子公司漳州旗滨玻璃，建立起公司第一个大型浮法玻璃生产基地，充分借助当地丰富的硅砂资源和便利的海运条件开展生产和销售。2011 年于上交所上市之后，公司将产能布局进一步扩张至广东、浙江等地区，截至目前在国内共拥有 10 家子公司。此外公司积极开拓海外业务，2014 年先后在新加坡和马来西亚设立子公司，并在马来西亚投资建立起第一个海外玻璃生产基地，其中第一条 LOW-E 在线镀膜玻璃产线已于 17 年 4 月份点火投产，另一条生产线预计将在 17 年 6 月建成。通过海外产能布局，公司将市场规划拓展至东南亚、中亚、中东等地区。

图表 2：公司大事记

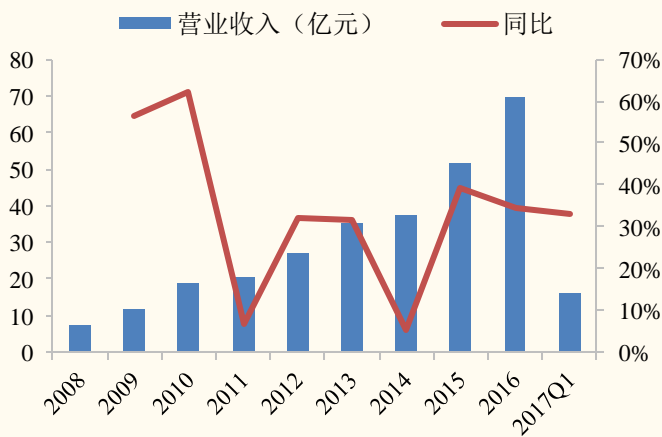


来源：公司官网，国金证券研究所

盈利能力突出，业绩保持快速增长

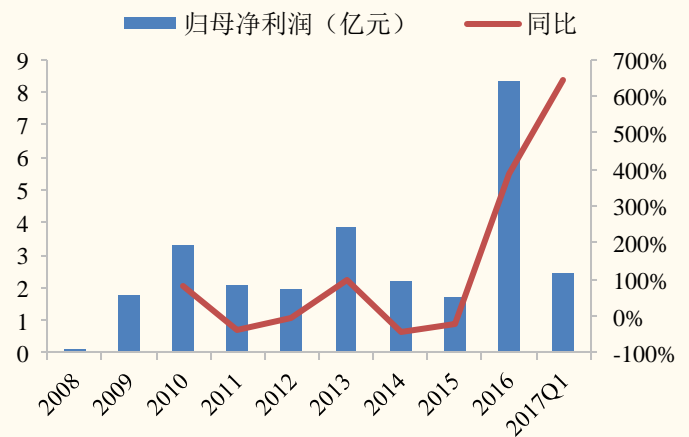
- 受行业回暖带动，从 16 年下半年玻璃价格开始持续上涨，公司盈利水平不断改善，2016 年公司实现营收 69.61 亿元，同比增长 34.66%；净利润 8.35 亿元，同比增长 3.87 倍。随着 17 年玻璃行业实现淡季高开高走，价格高位企稳，2017 年一季度实现营收 16.35 亿元，比上年同期增加 33.15%；净利润 2.45 亿元，同比增长 644.37%，业绩保持快速增长。

图表 3：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

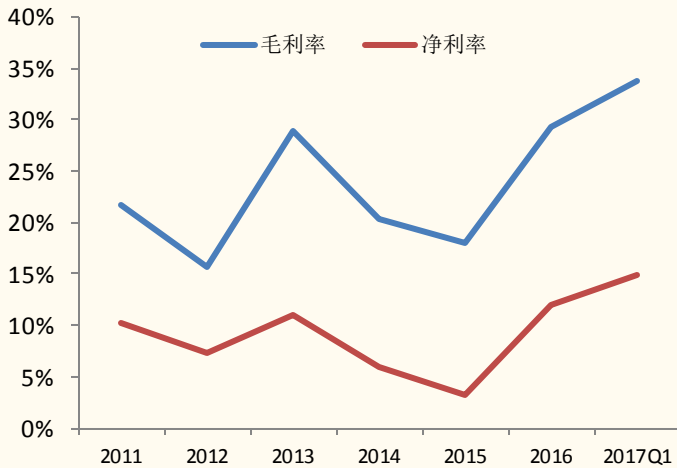
图表 4：公司归属母公司的净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

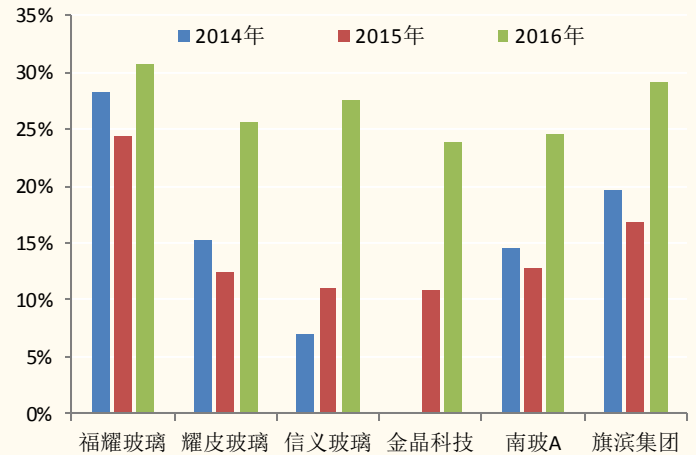
- 2017 年一季度公司综合毛利率及净利率分别达到 33.8%和 14.96%，创历史新高，其中 2016 年公司玻璃原片毛利率 29.18%，近三年单产品毛利率仅次于福耀玻璃，在玻璃原片市场具有较强的竞争优势。预计未来随着管理水平及生产效率的提升，盈利水平有望进一步提升。

图表 5：公司近年来净利润率和毛利率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

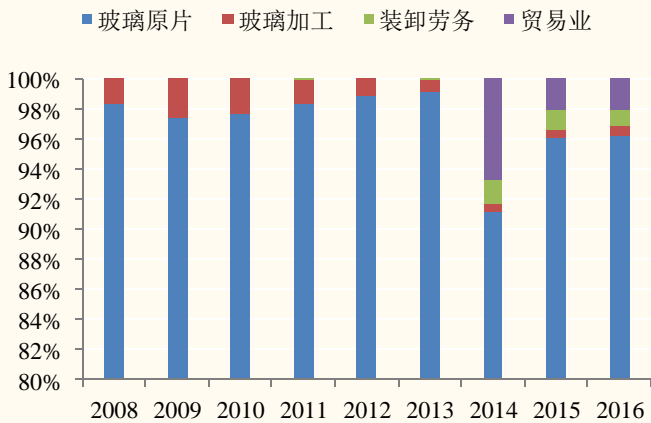
图表 6：同行业企业浮法玻璃毛利率比较



来源：Wind，国金证券研究所

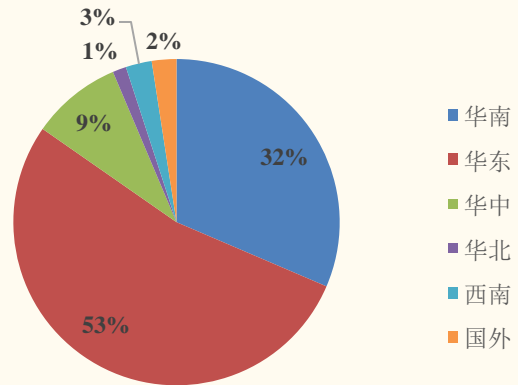
- **分产品看，玻璃原片为公司主要收入来源，营收占比始终维持在 90%以上。**玻璃原片为公司主要业务，2016 年营收占比达到 96%，而玻璃加工、装卸劳务和贸易等附加业务占比较小，在这样的业务结构下，玻璃原片业务是公司盈利的最重要来源，其产销量、生产成本和市场价格是决定公司业绩的主要因素。
- **分区域来看，华东和华南是公司的两大区域市场。**公司的生产线分布在湖南、福建、浙江、广东四个省份，由于玻璃受到一定运输半径的限制，在华东和华南两个地区销售产品具有较强的地理优势。2016 年两地区收入分别占比 53%和 32%，成为公司收入的主要支撑点。目前国外的销售收入占比约 2%，随着公司在马来西亚的两条优质玻璃生产线在 2017 年陆续点火投产，预计未来公司国外收入占比将大幅提升。

图表 7：公司收入分产品情况



来源：Wind，国金证券研究所

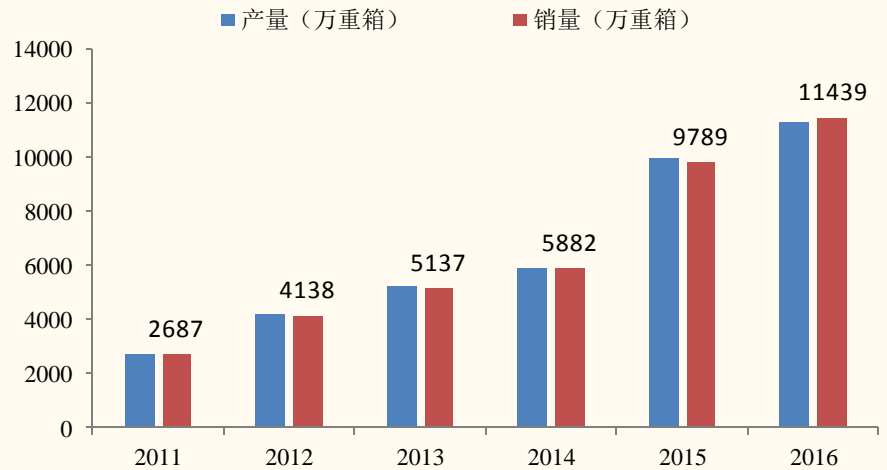
图表 8：公司收入分地区情况



来源：Wind，国金证券研究所

- **产销率维持高位，16 年突破 100%。**自从 2011 年上市以来，公司原片产销率一直维持高位，2016 年玻璃原片产销量分别为 11258 万重箱和 11439 万重箱，相比 2014 年增长近一倍，产销率达到 101.6%，随着行业回暖，预计短期内，公司将维持高产销率。

图表 9：公司浮法玻璃原片产销量情况

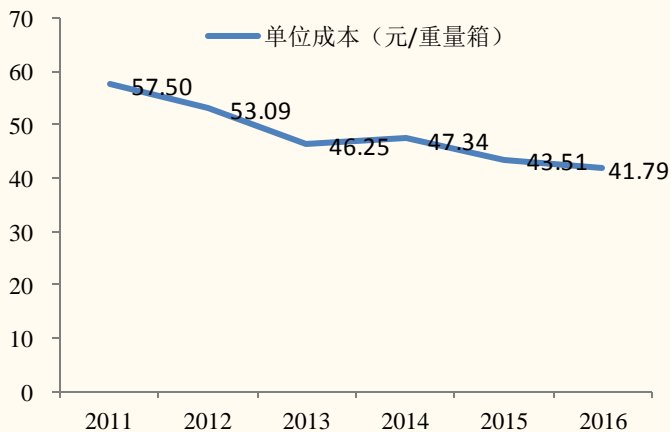


来源：公司年报，国金证券研究所

成本控制能力突出，不断提升管理水平

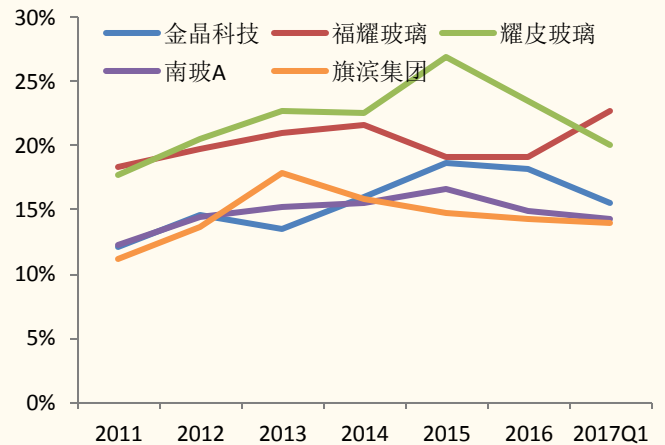
- **单位成本呈逐年下降趋势。**从 2011 年到 2016 年，公司玻璃原片单位成本下降 15.7 个百分点，仅为 41.79 元/重量箱。我们认为，单位成本下降一是由于近年来生产燃料重油价格下跌，原材料纯碱价格处于低位；二是得益于公司不断优化改进燃烧与生产工艺，生产效率在提升；三是公司产能持续扩增形成了规模效应。随着今年公司 3 条老产线相继冷修技改及新产线的投放，生产效率及规模优势进一步加强，未来公司单位成本有进一步下降的空间。
- **费用控制能力突出。**今年 1 季度公司期间费用率继续降低，仅为 13.99%，较 2016 年末下降 0.3 个百分点，低于行业主要竞争对手。我们认为，随着新管理层的加入，将带来管理水平的进一步提升，节能降耗，提高产品质量也将是未来公司内部的重点工作之一，预计公司期间费用率将继续维持低位。

图表 10：公司浮法玻璃原片单位成本



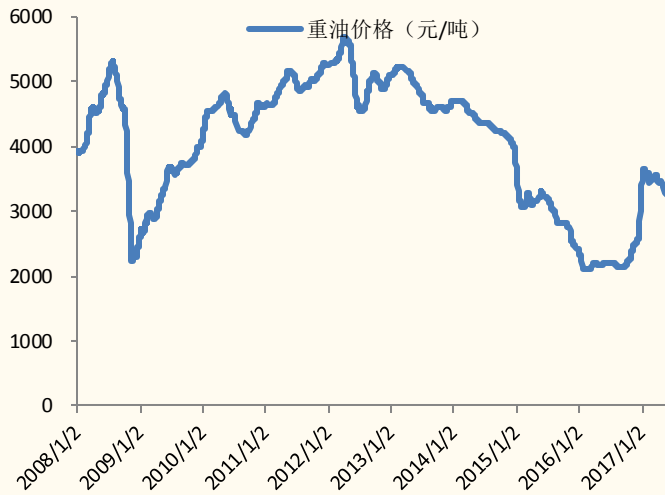
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 11：同行业企业期间费用率比较



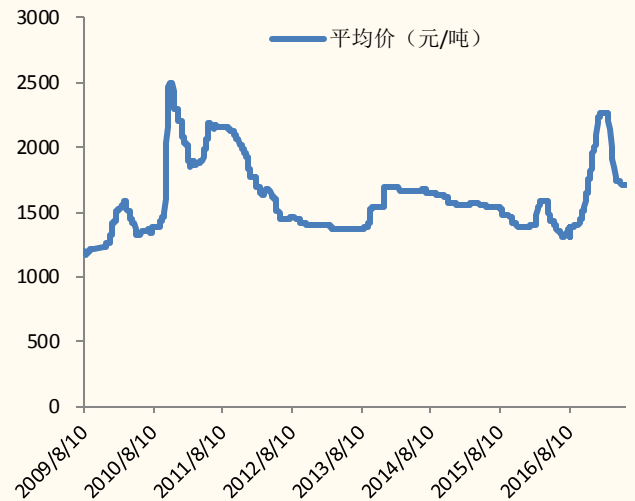
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12: 我国重油出厂价走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 我国重质纯碱市场均价走势

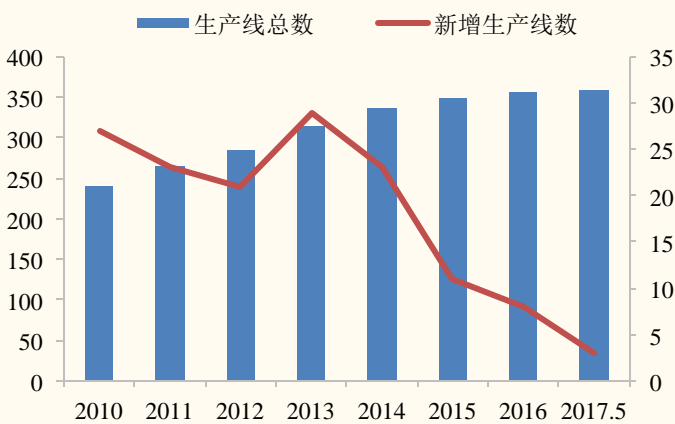


来源: Wind, 国金证券研究所

行业新增产能速度放缓, 供需格局持续改善

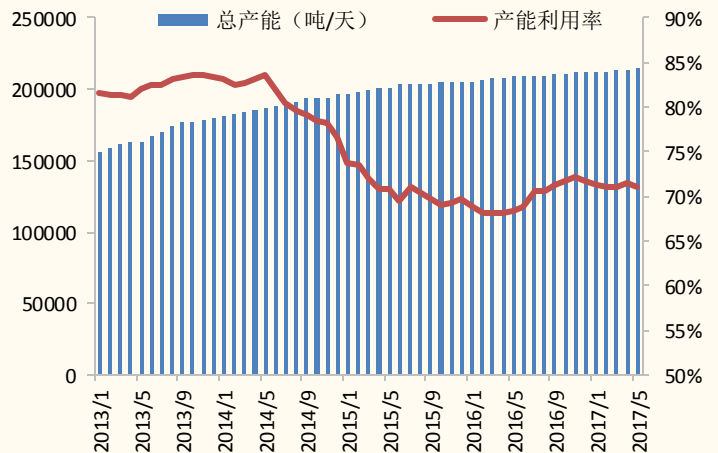
- 目前我国玻璃原片的主流工艺是浮法生产, 随着 1971 年国内第一条浮法玻璃生产线建成投产, 经过四十多年的发展, 全国范围内浮法玻璃产能迅速释放, 产量稳居世界第一。
- 供给增速放缓, 短期将维持平稳状态。从 2013 年开始, 我国浮法玻璃新增产能逐步下滑, 2016 年新点火生产线仅 8 条, 相比于 2013 年的增加量 29 条大幅减缓, 产能同比增速降至 3.2%。目前国内共计 359 条生产线, 日容量为 21.4 万吨/天, 其中在产产能 15.2 万吨/天, 产能利用率仅为 71% 左右, 较 2014 年高点下滑 13 个百分点。我们认为, 产能利用率下降的主要原因在于过去两年大量生产线由于经营亏损而进入停产状态, 包括 2014 年冷修停产生产线 38 条 (共计日容量 21950 吨/天) 以及 2015 年冷修停产 43 条 (共计产能 24390 吨/天), 截至目前生产线复产的比例较低, 随着环保逐步趋严, 对于一些小企业复产压力仍比较大, 预计短期内供给仍将维持稳定。

图表 14: 全国浮法玻璃生产线数量变化



来源: 中国玻璃信息网, 国金证券研究所

图表 15: 全国浮法玻璃总产能及产能利用率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 2012-2017 玻璃行业生产线及产能变化情况

	新点火		冷修复产		冷修停产		净变化	
	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)
2012	19	13400	13	7500	25	12350	7	8550
2013	29	22500	8	4450	11	5130	26	21820
2014	23	10050	9	5100	38	13170	-6	1980
2015	10	7100	18	10150	43	24390	-15	-7140
2016	6	5200	13	8950	12	4630	7	9520
2017.6	4	2900	4	2100	8	4830	0	170

来源: 中国玻璃信息网, 国金证券研究所

- 截止 2017 年前 6 个月, 全国新投产生产线 4 条, 复产生产线 4 条, 冷修停产生产线 8 条, 在产产能净增加 170 吨/天, 产能基本保持平稳状态。预计在产产能短期内将持续处于低速增长阶段, 供给端整体保持稳定状态。

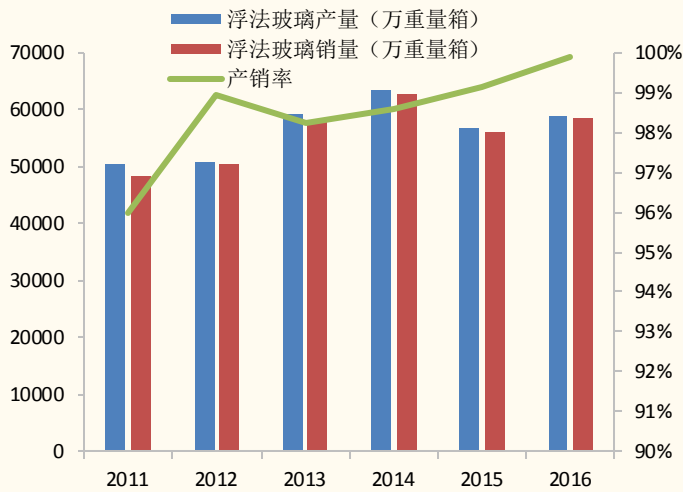
图表 17: 2017 年点火、复产冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量 (T/D)	时间
冷修生产线				
1	四川玻璃股份有限公司	四川	330	
2	江西萍乡浮法二厂	江西	500	
3	沙河安全五线	河北	500	
4	漳州旗滨一线	福建	900	2017. 03
5	浙玻长兴一线	浙江	800	2017. 03
6	河北南玻一线	河北	600	2017. 04
7	山东巨润一线	山东	700	2017. 05
8	河北长城三线	河北	500	2017. 05
合计			4830	
复产生产线				
1	南玻成都一线	四川	500	2017. 03
2	山东巨润四线	山东	700	2017. 04
3	山东金晶一线	山东	400	2017. 04
4	河北安全五线	河北	500	2017. 05
合计			2100	
新投产生产线				
1	贵州贵耀玻璃有限公司	贵州	600	2017. 02
2	湖北瀚煜玻璃有限公司	湖北	700	2017. 02
3	河北德金七线	河北	1000	2017. 03
4	云南滇凯节能科技有限公司	云南	600	2017. 05
合计			2900	

来源: 中国玻璃信息网, 国金证券研究所

- 浮法玻璃产销平衡, 产销率维持在 98%以上。2016 年全年国内浮法玻璃产量为 58754 万重箱, 销量 58695 万重箱, 产销率达到 99.9%, 行业需求有一定支撑。目前来看, 行业库存为 3342 万重量箱, 处于历史平均位置, 短期来看, 企业间库存压力不大。

图表 18: 全国浮法玻璃产销量及产销率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 玻璃行业库存及库存天数

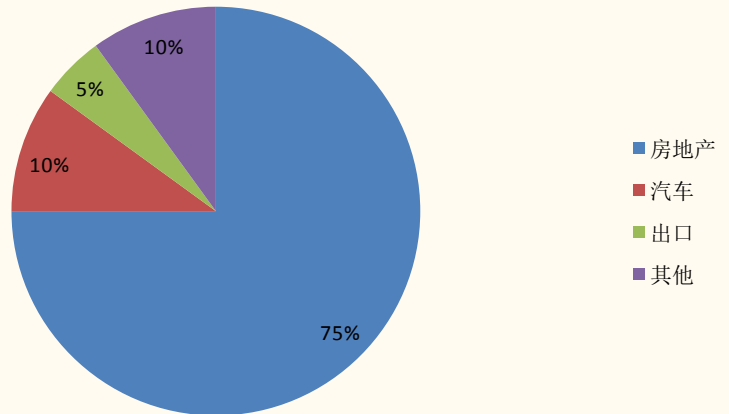


来源: 中国玻璃信息网, 国金证券研究所

房地产投资回暖, 需求稳步增长

- 从下游需求来看, 房地产是平板玻璃的主要应用领域, 占总需求的 75%左右, 主要应用于门窗、幕墙、家具等装饰用品, 其次是汽车领域和出口, 占比分别约 10%和 5%左右。由于玻璃与房地产行业相关程度非常高, 所以玻璃销售与地产共周期, 但玻璃销售与地产新开工有 2-4 个季度的滞后期。

图表 20: 平板玻璃下游需求分布

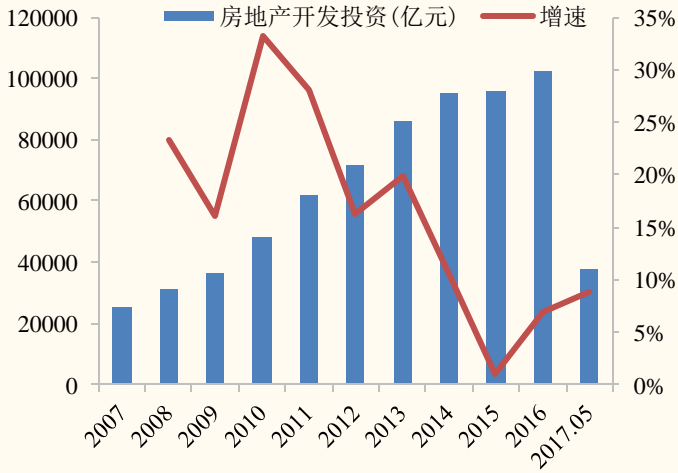


来源: 公司公告, 国金证券研究所

房地产投资触底反弹, 带来需求支撑

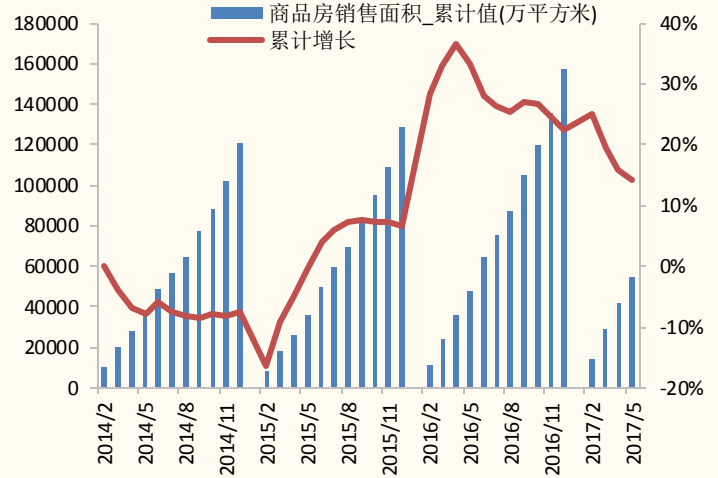
- 我国房地产行业继 2015 年出现低谷后, 2016 年开始出现回暖趋势。据统计, 2016 年国内房地产开发投资共 10.26 万亿元, 同比上年增加 6.88%, 今年前五个月投资额为 3.76 万亿, 同比增长 8.8%, 依旧维持较高增速。其中房地产新开工、竣工面积和商品房销售面积各月累计同比增速分别为 9.5%, 5.9%和 14.3%, 中西部地区房地产销售依旧紧俏, 考虑到玻璃销售与地产新开工面积有一定滞后期, 我们认为全年需求仍有支撑。

图表 21：全国房地产开发投资额及增速



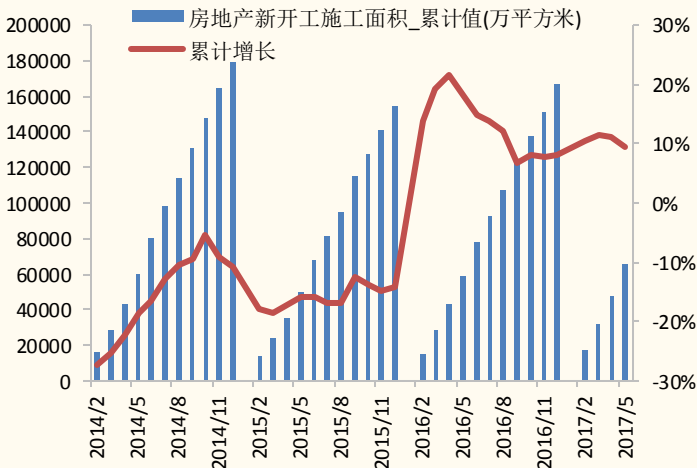
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 22：商品房销售面积各月累计值及增长率



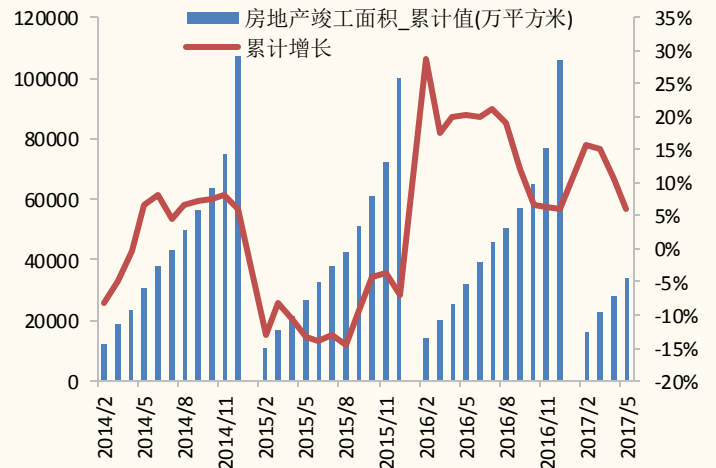
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 23：房地产新开工面积各月累计值及增长率



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 24：房地产竣工面积各月累计值及增长率

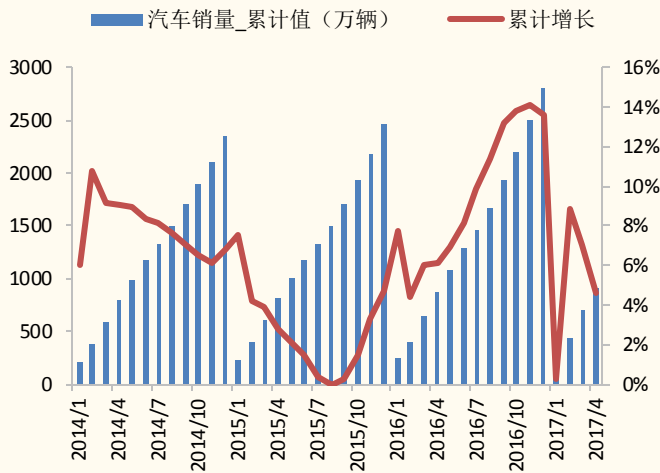


来源：国家统计局，国金证券研究所

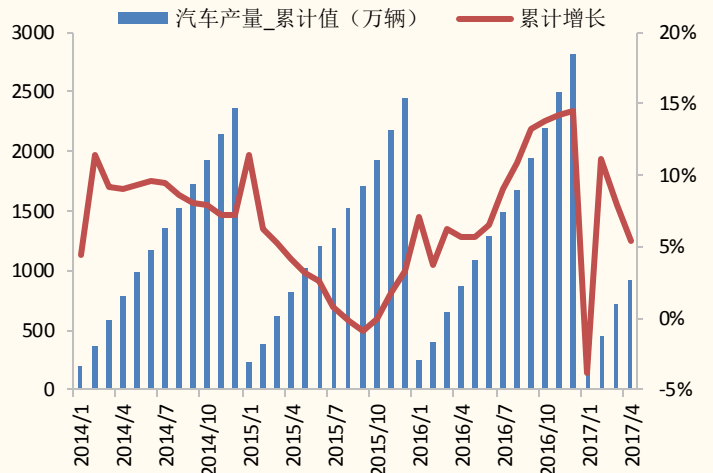
汽车增速降缓，出口保持稳定

- 除房地产之外，汽车制造和出口也是平板玻璃应用的重要领域。2016 年国内汽车行业景气度提高，各月份累计增长率呈快速上升状态，全年汽车总销量 2800 万辆，同比增速 13.65%，虽然 17 年前 4 个月汽车销量 908 万辆，累计增长率 4.58%，较 16 年增速有所下滑，但仍保持稳定增长状态预计全年产销量相比上年仍有一定程度增加，增幅在 5%-10%。

图表 25：全国汽车销量各月累计值及增长率



图表 26：全国汽车产量各月累计值及增长率

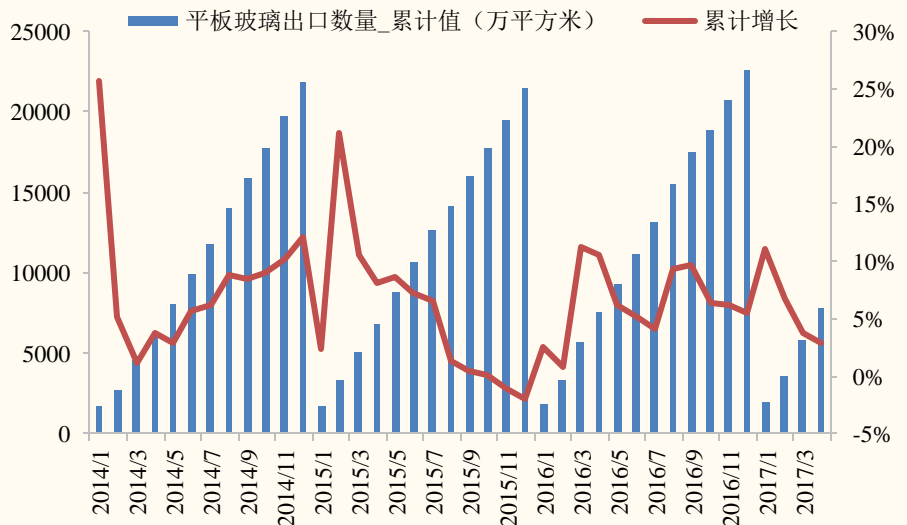


来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

- 我国是世界最大的平板玻璃出口国之一，主要出口至印度、俄罗斯等新兴消费市场，出口数量各年度波动较小。2016 年全年出口量 2.26 亿平方米，同比增速 5.5%，17 年前 4 个月出口 7815 万平方米，累计增速 2.87%，全年出口量有望继续保持稳定或小幅上涨。因此，汽车制造和出口对平板玻璃的消费量短期内均不存在下降的风险。

图表 27：平板玻璃出口数量各月累计值及增长率



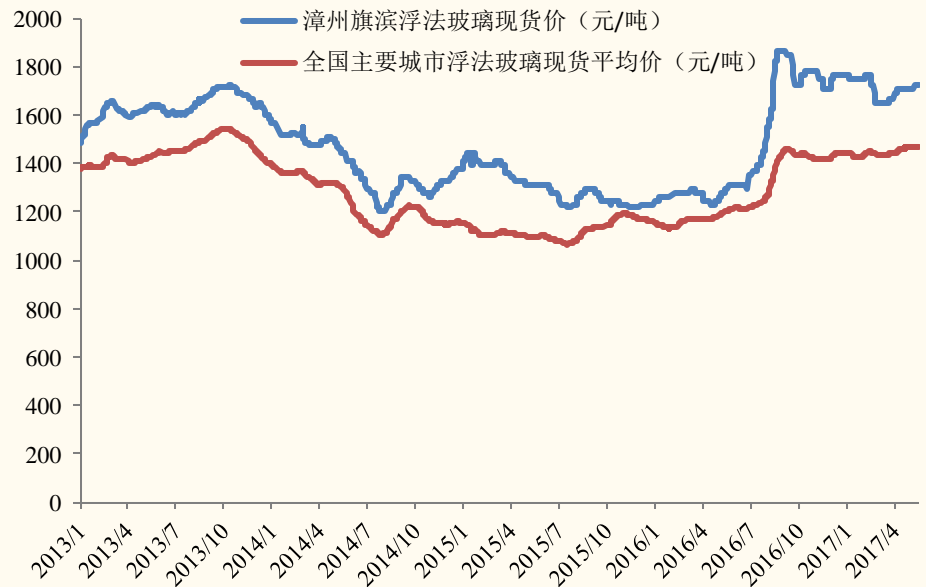
来源：Wind，国金证券研究所

供需格局改善，玻璃价格高位企稳

- 随着供需格局改善，玻璃价格也实现淡季高开高走，截止 17 年 5 月，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为 1472 元/吨，继 16 年年末平均价 1441 元/吨之后继续小幅上涨，创造近三年最高水平。由于玻璃生产企业众多，并且产品差异小、竞争激烈，行业集中度很低，对下游房地产商、汽车制造商的议价能力较弱，因此价格走势主要取决于供需状况。就目前玻璃市场的供需格局来看，供应端新增生产线较少，在产产能暂时维持较稳定状态；需求端房地产、汽车行业景气度良好，需求保持稳定增长，预计玻璃价格

短期内有望持续高位，企业盈利水平持续改善，若后市前期冷修线加快复产速度，价格或承压。

图表 28：浮法玻璃现货价走势



来源：Wind，国金证券研究所

行业回暖，龙头受益

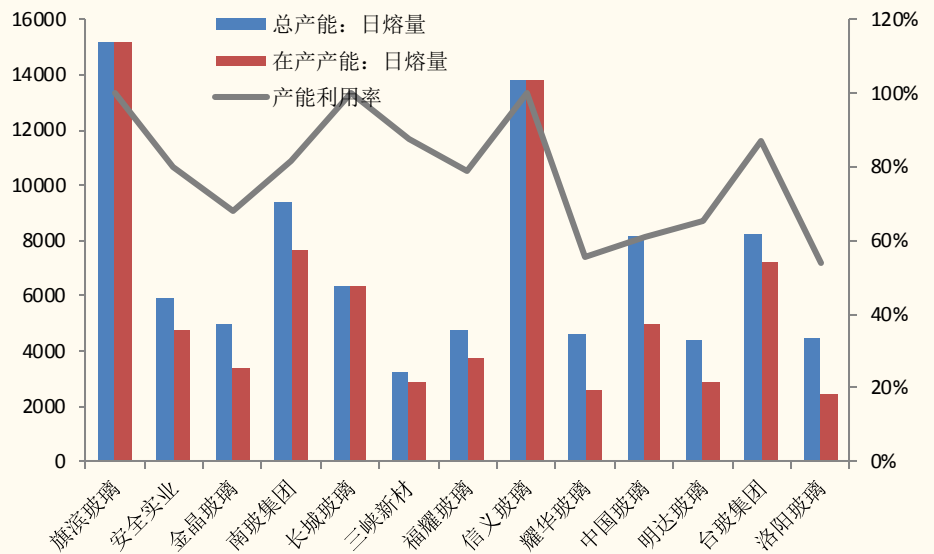
- 旗滨集团是我国最大的浮法玻璃生产企业，截止 16 年底，公司生产线日熔量达 1.52 万吨，市场占有率在不断提升，2016 年年末全国浮法玻璃总产能为 21.2 万吨/天，公司占有份额达到 7.17%，比 2014 年年末增加近 3%。公司的浮法玻璃生产线共 23 条，在建 2 条，分布在湖南醴陵、广东河源、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴、福建漳州和马来西亚七个地区，其中漳州一线、二线和长兴一线将进行技改冷修，马来西亚 2 条生产线将建成投产，其他生产线都处于正常运转状态。从产能角度来看，公司规模优势明显，将充分受益行业回暖带来的红利。

图表 29：2010-2016 年全国浮法玻璃产能和旗滨浮法玻璃产能

时间	总日熔量 (T/D)	公司日熔量 (T/D)	占比
2010 年	124590	3200	2.57%
2011 年	142720	4600	3.22%
2012 年	156800	6800	4.34%
2013 年	179750	8000	4.45%
2014 年	197050	8100	4.11%
2015 年	205550	14600	7.10%
2016 年	212050	15200	7.17%

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表 30：主要玻璃制造企业浮法玻璃产能（吨/天）



来源：中国玻璃信息网，国金证券研究所

图表 31：公司产能一览表

基地	产线	产品品种	日熔量 (T/D)	投产日期
湖南醴陵	醴陵一线	白玻	800	2014年7月
	醴陵二线	翡翠绿	600	2014年8月
	醴陵三线	海水蓝	600	2014年12月
	醴陵四线	在线 SUN-E	600	2015年6月
	醴陵五线	全氧阳光镀膜	600	2016年3月
广东河源	河源一线	白玻	800	2012年5月
	河源二线	白玻	600	2013年10月
浙江绍兴	陶堰一线	白玻	600	2014年4月
	陶堰二线	白玻	600	2014年1月
浙江平湖	平湖一线	湖水蓝	500	2008年3月
	平湖二线	白玻	600	2014年9月
浙江长兴	长兴一线	白玻	800	2008年3月
	长兴二线	白玻	600	2014年12月
	长兴三线	白玻	600	2015年7月
	长兴四线	白玻	600	2015年1月
福建漳州	漳州一线	白玻	900	2008年12月
	漳州二线	在线 LOW-E 镀膜	600	2009年11月
	漳州三线	白玻	600	2010年1月
	漳州四线	白玻	800	2011年8月
	漳州五线	翡翠绿	600	2012年1月
	漳州六线	白玻	800	2012年7月
	漳州七线	白玻	500	2013年8月
	漳州八线	白玻	900	2014年12月
马来西亚	马来西亚一线	LOW-E 在线镀膜	700	2017年4月
	马来西亚二线	高档多元化	700	预计 2017 年 6 月
合计	25 条	总产能	16600	

已投产产能 15900

来源：公司公告，国金证券研究所

产业链延伸，进入深加工领域

- 公司主业玻璃原片业务单一，受行业周期性影响较大，为了提升企业竞争力，公司开始进行战略升级，拓展产业链。2016 年公司加速布局玻璃深加工产线，布局节能玻璃和光伏玻璃领域。从 16 年 10 月，公司开始在华东绍兴市、华南河源市以及马来西亚建设节能玻璃项目，在湖南郴州建设光伏光电玻璃生产线，随着新的生产线陆续投产，这使得公司产业布局更加完善，形成从浮法玻璃原片到节能玻璃、光伏玻璃等深加工制品的产业链。

图表 32：公司建设玻璃深加工项目概况

名称	投资额 (万元)	投资项目	预计收益
浙江旗滨节能玻璃项目	23354	1 条镀膜线、3 条中空线等，预计中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米	项目建成后，将实现年均销售收入 20010 万元，年均净利润 2117 万元
广东旗滨节能玻璃项目	25645	1 条镀膜线、3 条中空线等，预计中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米	项目建成后，将实现年均销售收入 20398 万元，年均净利润 2239 万元
马来西亚节能玻璃项目	26725	1 条镀膜线、3 条中空线等，预计中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米	预计实现年均销售收入 22046 万元，年均净利润 2466 万元
郴州旗滨光伏光电项目	120764	一期建设 700t/d 光电材料生产线，12 个月内建设完成，二期建设 1000t/d 光伏封装材料生产线，在合资公司注册成立后 36 个月完成全部投资	光电材料生产线项目建成后，年均税后利润人民币 9148 万元，年平均内部收益率为 22%，总投资收益率 18%； 光伏封装材料生产线项目建成后年均税后利润人民币 12221 万元，年平均内部收益率为 20%，总投资收益率 17%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 深加工玻璃是在平板玻璃的基础上采用不同的加工工艺制成的，具有特定性能，主要类别有钢化玻璃、中空玻璃、镀膜玻璃和夹层玻璃等，在不同程度上提高了玻璃的强度、安全性以及隔音隔热效果，其中公司未来生产的节能玻璃主要是镀膜玻璃。

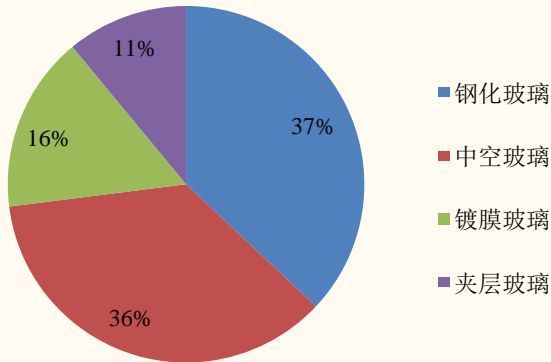
图表 33：深加工玻璃类别、特性及应用领域

深加工玻璃类别	主要特性	应用领域
钢化玻璃	又称强化玻璃，同等厚度的钢化玻璃抗冲击强度和抗弯强度是普通玻璃的 3-5 倍；热稳定性良好，承受温差是普通玻璃的 3 倍；安全性较高，受外力破坏时碎片形成钝角颗粒。	用于制造门窗、幕墙、室内装修、家具、家用电器、手机屏幕、汽车挡风玻璃、军工用玻璃
中空玻璃	由两层或多层平板玻璃构成，中间充入干燥气体，以减少热传导，具有良好的隔热效果，能拦截一定量太阳辐射。	用于需要采暖、空调、防止噪音以及需要无直射阳光和特殊光的建筑物门窗，或用于外层玻璃装饰
镀膜玻璃	又称反射玻璃，在玻璃表面涂镀一层或多层金属、合金或金属化合物薄膜，主要有热反射玻璃和低辐射玻璃两类。具有良好的热性能，减少热损失，能改变玻璃的光学性能，控制太阳辐射。	用做建筑门窗玻璃、幕墙玻璃，改善室内温度和光照强度，也可用于制作高性能中空玻璃
夹层玻璃	由两片或多片玻璃之间夹了一层或多层有机聚合物中间膜永久粘合而成，具有良好的安全性能，破碎时表面保持整洁光滑，能阻隔声波、减弱光波透射	用作高层建筑的门窗、天窗、楼梯栏板，需抗冲击功能的商店、银行、橱窗、隔断及水下工程等

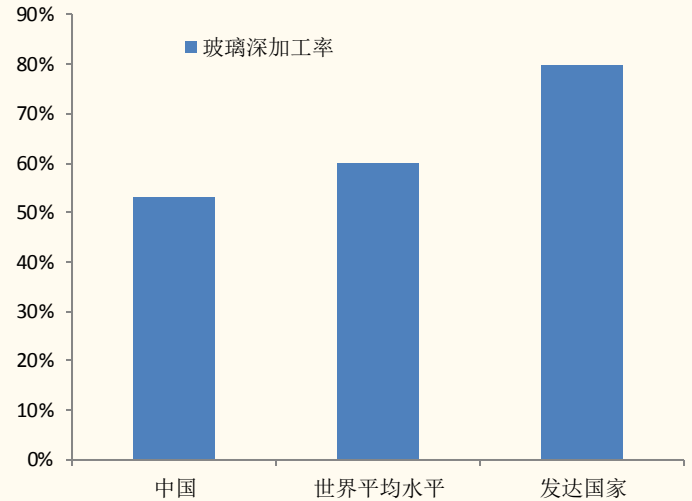
来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 目前我国玻璃深加工率较低，仅为 53%左右，低于世界平均水平 60%和发达国家水平 80%。在我国深加工玻璃中，钢化玻璃和中空玻璃占大部分，分别占比 37%和 36%，而镀膜玻璃只占 16%，随着节能环保意识的提升，未来市场发展空间巨大。

图表 34：我国各类深加工玻璃比例



图表 35：我国玻璃深加工率比较低



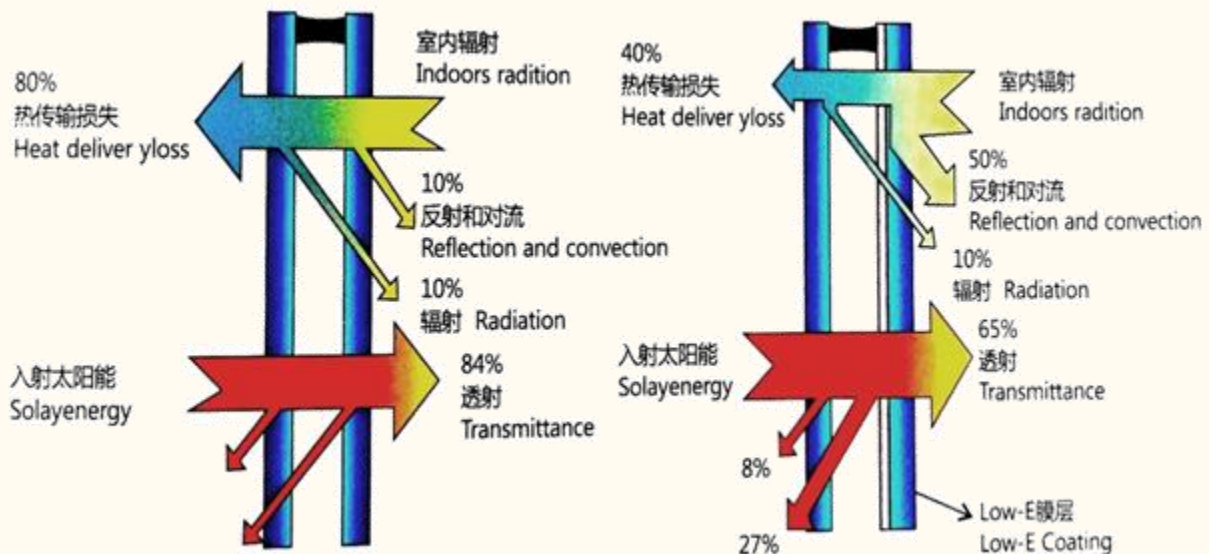
来源：Wind，国金证券研究所

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

节能玻璃：随绿色城市兴起，成长空间巨大

- Low-E 玻璃是一种较主流的节能玻璃，具有优异的热性能和光学性能，用于制作建筑门窗，在冬季能够比普通玻璃减少约 40%通过门窗传导的热损失，从而节约能源消耗；此外，Low-E 玻璃对直射太阳能的穿透率从 84%降至 65%，能够改善建筑内的温度和光照环境。
- 据统计，目前我国建筑能耗占社会总能耗的 1/3 以上，其中通过门窗传热消耗的能源占建筑能耗的 30%左右，由于幕墙门窗基本采用的是传统材料，在既有建筑中 95%以上属于高耗能建筑，居民建筑单位能耗是欧美国家的 3-4 倍。随着国家政策对建筑节能的要求趋于严格，Low-E 等节能玻璃产品将成为需求量旺盛的新兴材料。

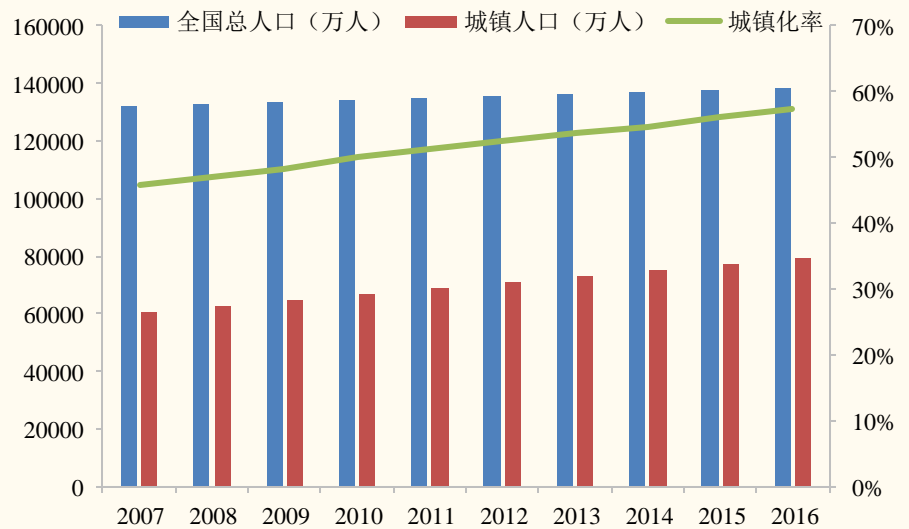
图表 36：普通玻璃与 Low-E 玻璃的能量传输示意图



来源：公开资料，国金证券研究所

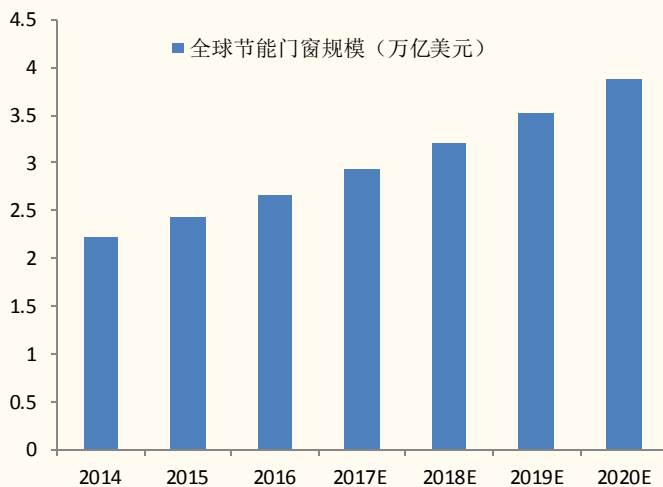
- **城镇化逐步提高，节能玻璃市场空间巨大。**2016 年我国城镇人口达到 7.9 亿，城镇化率约 57.35%，城镇化进程稳定推进。十三五规划纲要中提出，建设绿色城市、推广绿色建筑是推进新型城镇化的重大任务。17 年 2 月，住房和城乡建设部发布的《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》提出，到 2020 年我国城镇建筑中绿色建筑推广比例将大幅提高，对门窗等关键部位建筑节能标准提升至国际现阶段先进水平。按照《绿色建筑行动方案》，到 2020 年，全国达到家住节能面积的占比要达到 65%，约 130 亿平方米的建筑需要进行节能改造，对节能建材需求巨大。
- 2016 年我国 LOW-E 玻璃市场规模突破 23000 亿平方米，预计未来几年将以 15%-20% 的速度稳定增长，同时全球节能门窗以 10% 的复合增长率增长，预计到 2020 年将达到 3.8 万亿美元，未来新开工建筑及既有建筑改造仍是稳定需求，市场空间值得期待。

图表 37：全国人口分布及城镇化率

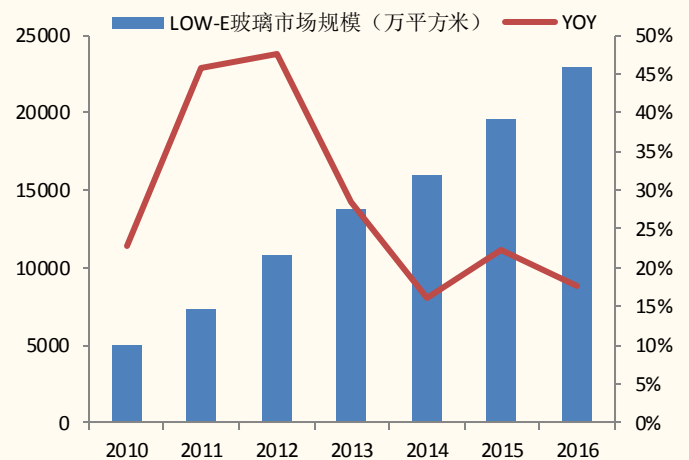


来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 38：全球节能门窗市场规模



图表 39：LOW-E 玻璃市场规模及增速



来源：中国玻璃网，国金证券研究所

来源：中国建筑材料工业规划研究院，国金证券研究所

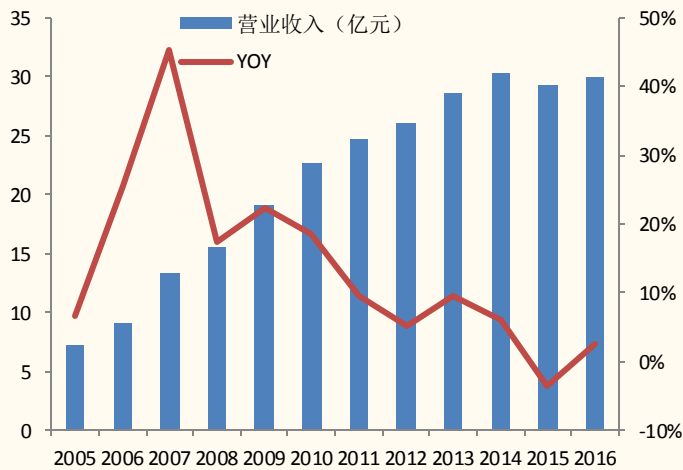
图表 40：“十三五”时期建筑节能和绿色建筑主要发展指标

指标	要求目标	指标性质
城镇新建建筑能效	提升 20%	约束性
城镇新建建筑中绿色建筑面积比重	超过 50%	约束性
绿色建材应用比重	超过 40%	预期性
既有居住建筑节能改造面积	完成 5 亿平方米以上	约束性
公共建筑节能改造面积	完成 1 亿平方米	约束性
城镇建筑中可再生能源替代率	超过 6%	预期性
城镇既有居住建筑中节能建筑占比	超过 60%	预期性

来源：住房城乡建设部，国金证券研究所

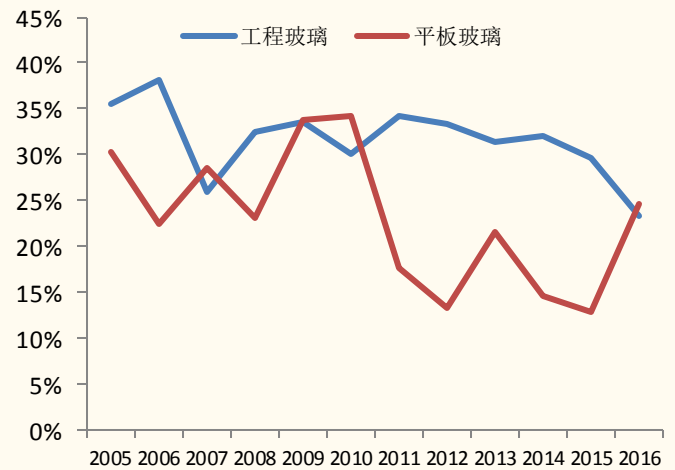
- **节能玻璃毛利率高于浮法玻璃。**目前国内建筑节能玻璃的龙头为南玻和信义玻璃，2016 年南玻工程玻璃实现收入 30 亿元，毛利率 23.26%，信义建筑玻璃营收为 25.9 亿元，毛利率为 39.86%，而建筑节能玻璃高于浮法玻璃毛利率（16 年由于南玻内部动荡及原片价格上涨导致毛利率大幅度下滑），更能增厚公司业绩。两者节能玻璃业务从起步发展到营收 20 多亿大约历经了 10 年时间，现已成为公司核心业务。虽然节能玻璃市场竞争日趋激烈，但随着环保节能意识的逐步增强，节能玻璃是未来的趋势，有望保持稳定增长。我们认为，一旦旗滨优质节能玻璃量产，有望抓住节能玻璃的上升期，打造新的业绩增长点。

图表 41：南玻 A 工程玻璃营收及增速



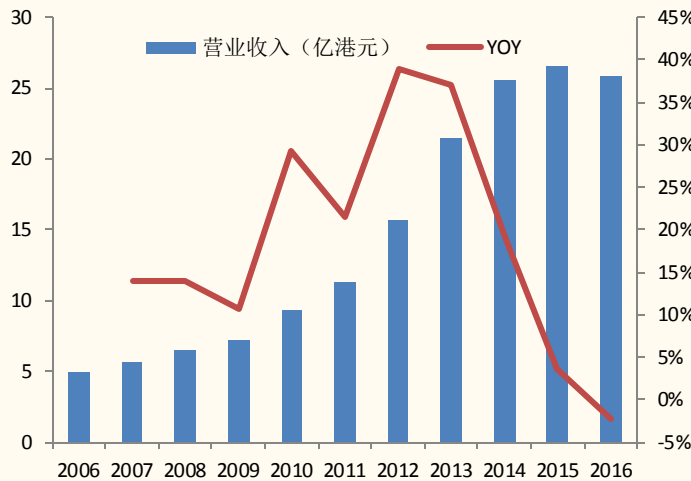
来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：南玻 A 平板玻璃与工程玻璃毛利率对比



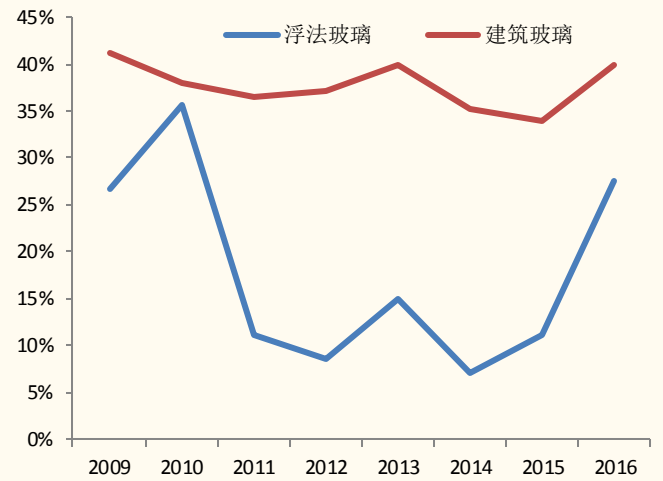
来源：Wind，国金证券研究所

图表 43: 信义玻璃建筑玻璃营收及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 信义玻璃建筑玻璃与浮法玻璃毛利率对比

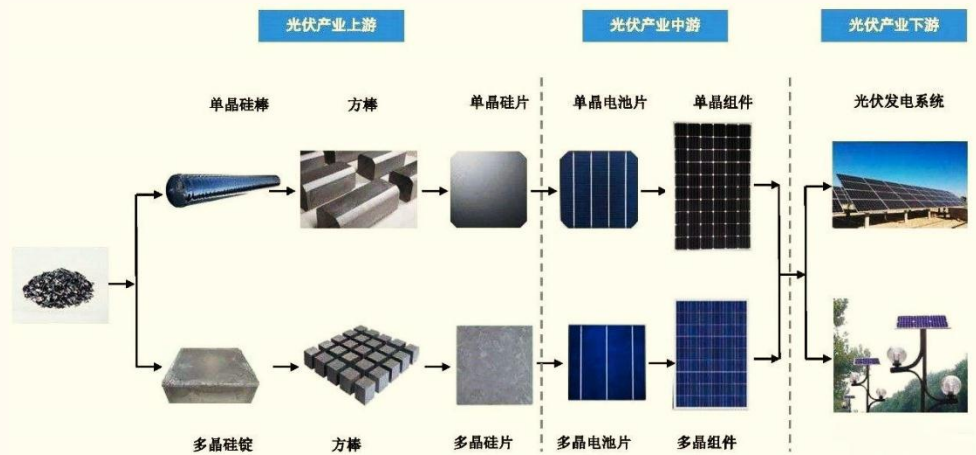


来源: Wind, 国金证券研究所

光伏产业: 景气度上行, 装机量保持快速增长

- 公司投资建设两期光伏光电生产线, 其中一期项目为光电材料基板, 二期项目是光伏封装材料。光伏光电材料具有优越的物理、机械和光学性能, 广泛应用于电子产品、太阳能电池等。公司的光电材料生产线计划于 2018 年建成, 若顺利投产, 公司将正式进入光伏产业领域。

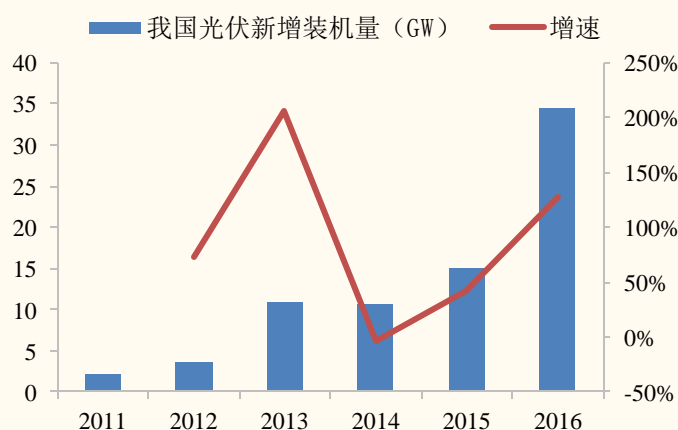
图表 45: 光伏产业链



来源: 公开资料, 国金证券研究所

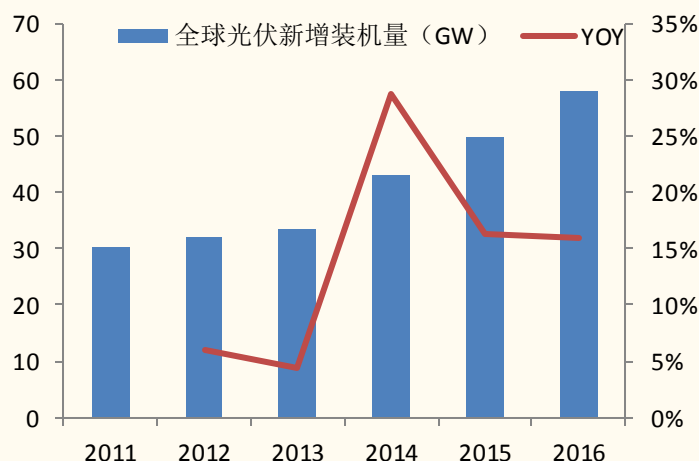
- 我国光伏产业发展迅速, 装机规模居全球首位。2016 年全行业总产值达到 3360 亿元, 同比上年增长 27%。目前我国光伏累计装机量达 77.72GW, 其中 2016 年新增并网装机量达到 34.54GW, 同比增长 128%, 远高于全球新装机增速。根据工信部统计, 2016 年国内多晶硅产量 19.4 万吨, 同比增长 17.5%; 硅片产量约 63GW, 同比增长 31.2%, 光伏电池产量约为 49GW, 同比增长 19.5%, 光伏组件产量约为 53GW, 同比增长 20.7%。光伏产业链各环节成长迅速, 为光伏光电材料带来了较大的市场需求。

图表 46: 我国光伏新增装机量及增速



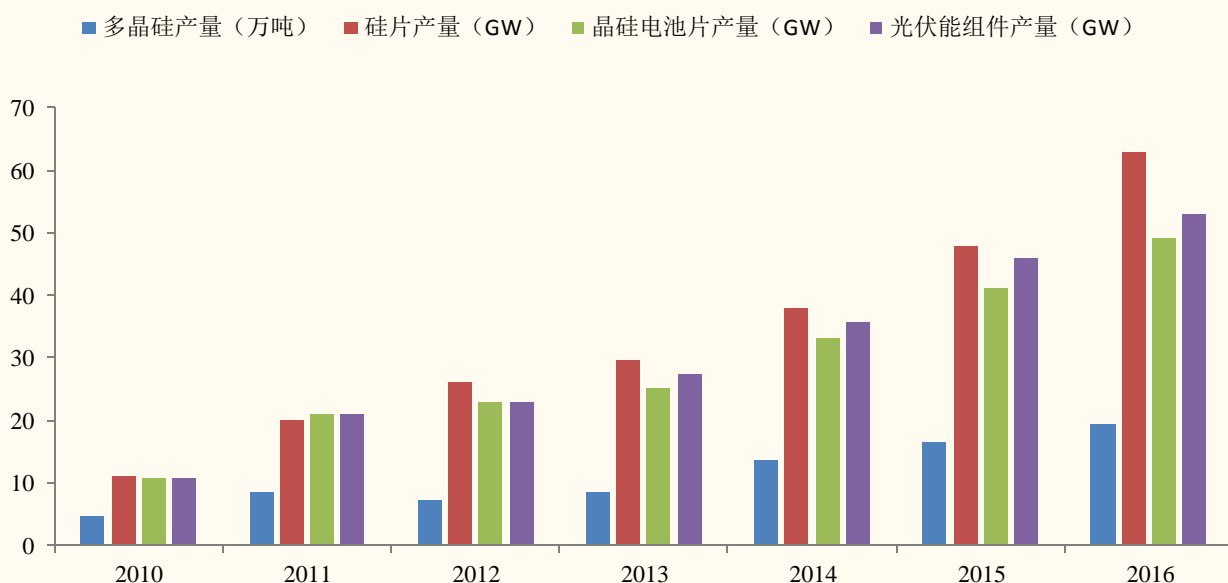
来源: 中国光伏行业协会, 国金证券研究所

图表 47: 全球光伏新增装机量及增速



来源: 中国光伏行业协会, 国金证券研究所

图表 48: 我国光伏产业链各环节主要产品产量



来源: 中国光伏行业协会, 中国电子信息产业发展研究院, 国金证券研究所

- 政策为光伏发展保驾护航, 未来新增装机总量达 1.5 亿千瓦。国家能源局提出“十三五”末我国累计光伏装机总量将达 1.5 亿千瓦, 将达到“十二五”期间的 3 倍多, 其中包含 70GW 的分布式光伏电站以及 80GW 的集中式光伏电站, 相当于在 2017-2020 年达到年均 18% 的装机增速, 短期来看, 光伏行业仍处于景气周期, 对于公司拓展延伸至光伏领域具有积极作用。

图表 49: 国家促进光伏产业发展的相关政策

发布单位	内容
国家能源局	光伏“领跑者”计划是国家能源局 2015 年推出的一种促进先进光伏技术产品应用和产业升级的光伏扶持专项计划, 旨在鼓励能效光伏“领跑者”产品的技术研发和推广。
国家能源局	2015 年 12 月 29 日, 国家能源局在 2016 年全国能源工作会议上提出今年光伏发电新增装机目标在 1500 万千瓦以上。“稳中求进”的新增装机指标再次印证了提质增效成为年度发展的基调。
国家能源局	2016 年 2 月 18 日, 国家能源局在北京召开《能源技术革命创新行动计划(2016-2030 年)》专家

发布单位	内容
国家能源局	座谈会给能源技术创新提升了新的高度 2016年3月3日,国家能源局印发《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》(简称“《指导意见》”),提出通过建立明确的可再生能源开发利用目标,到2020年,我国非水电可再生能源电力的消纳比重要达到9%。同时,根据国家能源局的“十三五”规划,“十三五”末我国累计光伏装机将达1.5亿千瓦,是“十二五”期间的3倍多。
政府工作报告	3月5日,国务院总理李克强在今年的政府工作报告中指出,能源生产和消费革命,关乎发展与民生,大力发展风电、光伏发电、生物质能,要把节能环保产业打造成新兴的支柱产业。

资料来源: 国家能源局、政府工作报告、国金证券研究所

实施股权激励, 提升员工积极性

- 为进一步有效调动管理团队和骨干员工的积极性, 吸引和保留优秀人才, 提升公司的市场竞争力和可持续发展能力, 公司继 2016 年限制性股票激励计划后于 2017 年 2 月份又推出 2017 年限制性股票股权激励计划。
- 公司在 17 年 3 月份实施股权激励, 激励对象管理人员、业务人员、技术人员, 授予股票共 9247.5 万股, 占公司总股本 3.55%, 并分三次解锁。解锁条件为, 以 2015 年净利润为基数, 2017、2018 及 2019 年净利润增长不低于 110%, 120% 和 130%。首次授予公司董事, 高管及中高层管理人员、核心技术业务骨干等 92 人, 授予数量为 7945 万股, 已于 5 月 25 日完成授予登记。这无疑对公司新引进的管理层及核心骨干人员是一支强心剂, 我们认为, 随着股权激励落地, 将充分调动员工积极性和创造性, 对于公司未来生产技术改进, 管理水平的提升及深加工领域的拓展意义重大。

图表 50: 股权激励内容

项目	内容
激励对象	管理人员、业务人员和技术人员
时间	2017 年 3 月
授予股票数量	9247.5 万股
解锁次数	三次
解锁条件	以 2015 年净利润为基数, 2017、2018 及 2019 年净利润增长不低于 110%, 120% 和 130%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们认为公司在浮法玻璃领域规模优势明显, 随着老旧生产线技改完成及新的生产线投产, 生产效率将进一步提升, 未来公司产业链延伸至深加工领域, 打开新的业绩增长点, 值得期待。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元及 0.56 元, 对应 17-19 年 PE 估值分别为 10.1、9 和 8 倍, 建议重点关注。

图表 51: 旗滨集团原片业务盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原片						
产能(T/D)	8100	14600	15200	16600	16600	16600
产量(万重量箱)	5860	9933	11258	10400	11800	12200
销量(万重量箱)	5882	9789	11439	10500	11900	12300
箱单价(元/重量箱)	58.91	52.29	59.00	72	71	71.5
收入(亿元)	34.65	51.19	67.49	75.6	84.49	87.945
YOY	2.3%	47.7%	31.8%	12.0%	11.8%	4.1%
成本(亿元)	27.85	42.59	47.8	51.03	57.45	59.63
箱成本(元/重量箱)	47.35	43.51	41.79	48.60	48.28	48.48
箱毛利	11.56	8.79	17.21	23.40	22.72	23.02
毛利率	19.6%	16.8%	29.2%	32.50%	32%	32.20%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 房地产投资大幅度下滑
- 深加工业务进展低于预期
- 行业去产能进度低于预期
- 海外产销情况低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,717	5,169	6,961	8,052	9,442	10,129	货币资金	878	784	824	880	1,000	2,564
增长率		39.1%	34.7%	15.7%	17.3%	7.3%	应收账款	81	77	383	447	536	593
主营业务成本	-2,964	-4,239	-4,919	-5,502	-6,492	-6,871	存货	1,265	1,284	1,136	1,357	1,636	1,751
%销售收入	79.8%	82.0%	70.7%	68.3%	68.8%	67.8%	其他流动资产	163	231	68	88	107	123
毛利	752	930	2,042	2,551	2,950	3,258	流动资产	2,387	2,376	2,411	2,771	3,280	5,031
%销售收入	20.2%	18.0%	29.3%	31.7%	31.2%	32.2%	%总资产	25.6%	19.1%	19.5%	22.3%	26.5%	37.4%
营业税金及附加	-18	-24	-95	-109	-128	-139	长期投资	0	18	61	61	61	61
%销售收入	0.5%	0.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	6,064	8,693	8,547	8,268	7,664	6,992
营业费用	-21	-28	-47	-54	-62	-67	%总资产	65.2%	69.8%	69.1%	66.4%	62.0%	52.0%
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	488	846	905	898	896	893
管理费用	-349	-454	-683	-789	-916	-962	非流动资产	6,920	10,074	9,955	9,682	9,084	8,415
%销售收入	9.4%	8.8%	9.8%	9.8%	9.7%	9.5%	%总资产	74.4%	80.9%	80.5%	77.7%	73.5%	62.6%
息税前利润 (EBIT)	365	424	1,216	1,599	1,844	2,090	资产总计	9,307	12,450	12,366	12,453	12,364	13,447
%销售收入	9.8%	8.2%	17.5%	19.9%	19.5%	20.6%	短期借款	1,572	2,812	2,861	1,842	501	400
财务费用	-219	-282	-264	-243	-305	-325	应付款项	1,215	1,756	1,301	1,702	2,028	2,178
%销售收入	5.9%	5.4%	3.8%	3.0%	3.2%	3.2%	其他流动负债	44	85	181	195	228	244
资产减值损失	0	-5	-7	0	0	0	流动负债	2,832	4,653	4,344	3,739	2,756	2,822
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,637	1,795	1,023	1,023	1,023	1,024
投资收益	0	-2	-4	2	2	3	其他长期负债	834	879	974	660	650	630
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	负债	5,302	7,327	6,341	5,423	4,430	4,476
营业利润	145	136	941	1,357	1,540	1,768	普通股股东权益	4,005	5,123	6,025	7,031	7,935	8,971
营业利润率	3.9%	2.6%	13.5%	16.9%	16.3%	17.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	100	105	78	79	80	80	负债股东权益合计	9,307	12,450	12,366	12,453	12,364	13,447
税前利润	246	241	1,019	1,436	1,620	1,848	比率分析						
利润率	6.6%	4.7%	14.6%	17.8%	17.2%	18.2%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-25	-70	-185	-259	-300	-342	每股指标						
所得税率	10.0%	28.9%	18.1%	18.0%	18.5%	18.5%	每股收益	0.263	0.068	0.320	0.439	0.492	0.561
净利润	221	171	835	1,178	1,321	1,506	每股净资产	4.772	2.029	2.310	2.696	3.042	3.439
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.831	0.326	0.621	0.837	0.820	0.885
归属于母公司的净利润	221	171	835	1,178	1,321	1,506	每股股利	0.000	0.100	0.150	0.150	0.160	0.180
净利率	5.9%	3.3%	12.0%	14.6%	14.0%	14.9%	回报率						
							净资产收益率	5.52%	3.34%	13.86%	16.75%	16.64%	16.79%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.38%	1.38%	6.75%	9.46%	10.68%	11.20%
净利润	221	171	835	1,178	1,321	1,506	投入资本收益率	4.55%	3.10%	10.04%	13.25%	15.89%	16.39%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	408	693	812	791	816	836	主营业务收入增长率	5.41%	39.09%	34.66%	15.68%	17.26%	7.27%
非经营收益	586	348	315	103	32	-11	EBIT增长率	-40.42%	16.37%	186.63%	31.45%	15.30%	13.36%
营运资金变动	-518	-388	-341	111	-29	-22	净利润增长率	-42.90%	-22.49%	387.39%	41.02%	12.14%	14.03%
经营活动现金净流	697	824	1,620	2,183	2,139	2,309	总资产增长率	18.93%	33.77%	-0.68%	0.71%	-0.72%	8.76%
资本开支	-1,342	-1,058	-703	-438	-135	-86	资产管理能力						
投资	0	-20	-95	-1	0	0	应收账款周转天数	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8
其他	442	48	25	2	2	3	存货周转天数	148.1	109.7	89.8	90.0	92.0	93.0
投资活动现金净流	-901	-1,030	-772	-438	-133	-84	应付账款周转天数	75.3	79.9	65.4	67.0	67.5	68.0
股权募资	788	1,282	170	0	0	0	固定资产周转天数	514.6	591.1	425.2	341.3	271.6	227.2
债权募资	173	898	-729	-1,327	-1,352	-120	偿债能力						
其他	-416	-2,216	-151	-362	-534	-542	净负债/股东权益	58.20%	74.62%	50.80%	28.24%	6.60%	-12.71%
筹资活动现金净流	546	-37	-710	-1,689	-1,886	-662	EBIT利息保障倍数	1.7	1.5	4.6	6.6	6.0	6.4
现金净流量	342	-243	137	56	120	1,564	资产负债率	56.97%	58.85%	51.28%	43.54%	35.83%	33.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.30

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD