



南京证券

NANJING SECURITIES

行业评级：中性

玻璃纤维周期性渐弱，关注产品结构升级

研究员：何畏

投资咨询证书号：S0620518010001

助理研究员：李栋

联系方式：025-58519171

投资要点：

2017年玻璃纤维国内产量408万吨，国内消费量283万吨，出口量145万吨，进口量20万吨，全球57%的产能集中在国内，出口依存度达到36%。具体到公司产能，2018年CR5产能占比达到64%，整体行业呈现出寡头竞争格局。从供需数据不难玻璃纤维行业的特征：**1) 整体产能过剩；2) 出口依赖度极高，存在国外反倾销的风险。**2018年玻璃纤维行业迎来新一轮产能投放，实际新增产能**105万吨**，其中主流企业新增**88万吨**，中小企业/行业新进入这新增**17万吨**，新增产能中高端产品（如电子纱等）的比重在提高。

玻璃纤维行业的下游需求主要集中在建筑（34%）、电子器件（21%）、交通（16%）、管道（11%）、工业应用（10%）等。从下游需求不难发现，有相对比较偏周期的应用领域（建筑、管道等），也有比较新兴的应用领域（5G、风电、汽车轻量化），所以玻纤行业兼具“周期”和“成长”双重属性。2013年之前玻纤行业周期性非常明显，玻纤产量与销量增速与GDP变动几乎保持一致，**2014年之后下游新兴需求拉动使得周期性有所减弱**，其中2014-2015年受风电市场拉动，2016-2017年受电子纱和汽车轻量化拉动。

电子纱：电子纱的下游是PCB，但需要注意的是不是所有做电子纱的企业都处于成长赛道，只有具备极薄纱、超薄纱产能的企业才是真正具备成长性的，才能真正享受5G、消费电子“轻薄化”的红利。**风电纱：**产业链的议价能力较强，以风电纱、风电叶片、风电整机商各自的龙头为例，在16/17/18年风电装机量整体不景气的背景下，风电纱的价格保持稳定且有一定的上涨。**汽车轻量化：**受益于国六标准的推出，中长期来看，玻璃纤维在汽车轻量化领域有望持续渗透。

中国巨石：2018年公司玻纤及其制品单价上涨3.5%，而泰山玻纤粗纱产品单价上涨0.1%，公司产品结构存在一定的改善。2019年上半年公司营收同比增长0.89%，但营业成本同比增长10.42%，假设公司的单位营业成本变化不大，公司目前的销量增速能够达到**10%左右**，未来随着产品结构持续优化以及美国工厂新的投产，公司业绩有望迎来改善。

第一部分 玻璃纤维基本情况

第二部分 供需和产能分析

第三部分 周期性和成长性

第四部分 中国巨石简析

1.1 整体供需数据

- ✓ 从2017年数据来看，国内产量408万吨，国内消费量283万吨，出口量145万吨，进口量20万吨。全球57%的产能集中在国内，出口依存度达到36%。
- ✓ 从供需数据不难玻璃纤维行业的特征：**1) 整体产能过剩；2) 出口依赖度极高，存在国外反倾销的风险；3) 14年之后销量增速有所回暖**

年份	我国玻纤产量 (万吨)	产量增速 (%)	我国表观消费量 (万吨, 含库存)	销量增速 (%)	全球玻纤产量	增速	中国产量占比	产量-表观消费量	国内出口量 (万吨)	进口量数据 (估算)	进口量数据 (统计局公布)
2001	27.3	27.00%									
2002	35.9	31.50%									
2003	47.3	31.80%			295		16.00%				
2004	65.3	38.10%			320	8.50%	20.40%				
2005	95.2	45.80%	80		350	9.40%	27.20%	15.2			
2006	116	21.80%	82	2.50%	380	8.60%	30.50%	34			
2007	160	37.90%	96	17.10%	400	5.30%	40.00%	64			
2008	211	31.90%	110	14.60%	460	15.00%	45.90%	101			
2009	205	-2.80%	126	14.70%	400	-13.00%	51.30%	79			
2010	279	36.10%	161	27.30%	472	18.00%	59.10%	118			
2011	280	0.20%	179	11.10%	488	3.40%	57.30%	101	122.09	21.09	21.12
2012	288	3.00%	187	4.80%	530	8.60%	54.30%	101	121.02	20.02	20.49
2013	285	-1.00%	189	1.10%	520	-1.90%	54.80%	96	119.07	23.07	23.53
2014	308	8.10%	204	7.70%	550	5.80%	56.00%	104	129.05	25.05	24.86
2015	323	4.90%	221	8.80%	570	3.60%	56.70%	102	124.90	22.90	23.75
2016	362	12.10%	250	13.00%	625	9.60%	57.90%	112	131.02	19.02	19.53
2017	408	12.70%	283	13.20%	720	15.20%	56.70%	125	144.60	19.60	20.03
2018	450	10.30%			770	6.90%	58.40%				

数据来源：Wind，卓创资讯，南京证券研究所

2.1 供给端：集中度高

- ✓ 具体到公司产能，2018年CR5产能占比达到64%，整体行业呈现出寡头竞争格局。
- ✓ 2018年国内企业中国巨石和泰山玻纤的产能占比达到22%和11%。
- ✓ 近年来国外生产商的产能扩张基本停止，高端产品市场占有率较高，但是生产成本较高的劣势亦较为明显。

	2003	2005	2010	2012	2016	2017	2018
中国巨石	6	15	96	96	129	145	172
OCV				90	110	110	110
泰山玻纤	7	17	33	41	70	80	90
NEG				40	70	70	70
重庆国际	6	12	39	53	65	65	69
其他				210	221	232	282
合计	295	350	472	530	665	702	793
中国巨石	2%	4%	20%	18%	19%	21%	22%
泰山玻纤	2%	5%	7%	8%	11%	11%	11%
CR5				60%	67%	67%	64%

数据来源：Wind，卓创资讯，南京证券研究所

2.2 18年新增产能：新增产能集中在大企业且高端产品比重提升

- ✓ 2018年玻璃纤维实际新增产能105万吨，其中主流企业新增88万吨，中小企业/行业新进入者新增17万吨
- ✓ 新增产能中高端产品（如电子纱等）的比重在提高

企业	类型	产线描述	投产时间	投放产能	2018实际新增产能
重庆三磊	新建	一期8.5万吨玻纤粗纱项目	2017年11月底点火，2018年1月15日实现生产	9	6
中国巨石	冷修技改	九江2万吨池窑产线改成3万吨	2018年1月中旬点火	3	1
中国巨石	新建	九江年产12万吨池窑线	2018年2月28日点火	12	12
长海股份	冷修技改	3万吨技改为7.5万吨无碱粗纱	2018年3月末点火	8	4.5
长海股份	冷修技改	7万吨技改为8.5万吨无碱粗纱	2018年5月点火	9	1.5
中国巨石	冷修技改	九江年产7万吨池窑产线改成10万吨	2018年5月6日点火	10	3
中材金晶	冷修技改	4万吨无碱粗纱冷修技改改成8万吨	2018年5月8日点火	8	8
四川威玻	冷修技改	4线无碱粗纱3万吨技改改成5万吨	2018年5月18日点火	5	2
元源新材	新建	新建两条5万吨池窑拉丝生产线	2018年5月21日点火	5	5
中国巨石	冷修技改	九江年产8万吨池窑产线改成10万吨	2018年5月29日点火	10	2
林州光远	新建	5万吨电子纱池窑线	2018年8月9日点火	5	5
重庆国际	冷修技改	大渡口F05线5万吨技改为10万吨	2018年8月15日点火	10	10
中国巨石	新建	桐乡智能项目一期：15万吨	2018年8月21日点火	15	15
中材科技	新建	新区F06年产10万吨池窑线	2018年11月19日点火	10	10
安徽丹凤	新建	3万吨电子纱池窑	2018年11月底点火	3	3
中国巨石	新建	第一期6万吨电子纱产线	2018年12月18日点火	6	6
台嘉玻纤	新建	3万吨电子纱	2018年12月点火	3	3
山东玻纤	新建	格赛博8万吨产线	2018年12月30日点火	8	8
		国内新增产能			105
		主流企业新增			88
		中小企业/行业新进入者			17

2.2 19年新增产能放缓

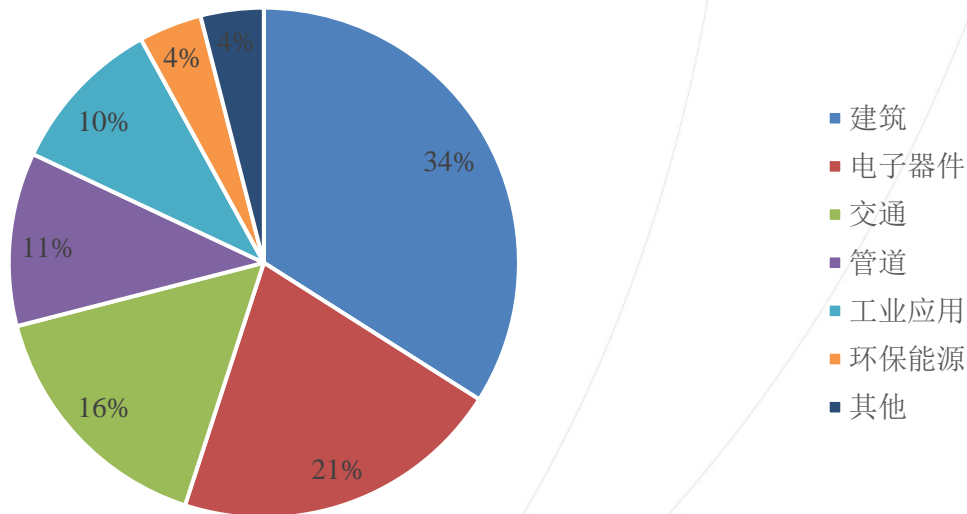
✓ 预计2019年玻璃纤维新增产能有所放缓，国内企业19年整体新增产能仅30万吨。

企业分类	企业名称	至年底新增产能		
		2017	2018	2019
主要大企业（粗纱）	中国巨石	4	39	8
	泰山玻纤	9.4	10	-3
	重庆国际	10	10	11
	长海股份	0	6	0
	四川威玻	0	2	0
	中材金晶	0	8	0
	山东玻纤	0	8	0
	小计	23.4	83	16
新进入者（粗纱）	重庆三磊	0	6	8
	元源新材	0	5	0
	江西大华	0	0	6
	小计	0	11	14
电子纱企业	安徽丹凤	0	3	0
	林州光远	0	5	0
	台嘉玻纤	0	3	0
	小计	0	11	0
	预计总计	23.4	105	30

数据来源：Wind，卓创资讯，南京证券研究所

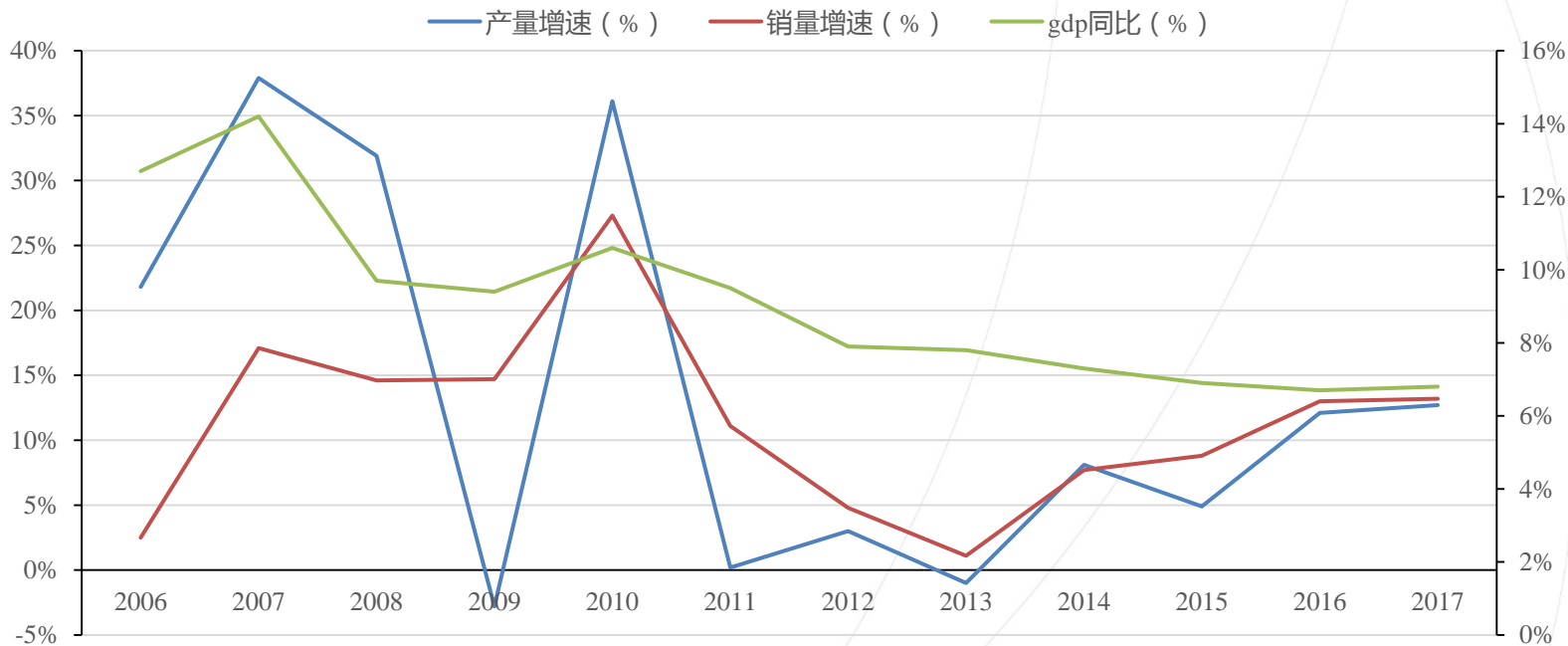
2.3需求结构：周期性和成长性并存

- ✓ 根据玻璃纤维行业协会数据，2016年玻纤的下游需求主要集中在建筑（34%）、电子器件（21%）、交通（16%）、管道（11%）、工业应用（10%）等。
- ✓ 从下游需求不难发现，有相对比较偏周期的应用领域（建筑、管道等），也有比较新兴的应用领域（5G、风电、汽车轻量化），所以玻纤行业兼具“周期”和“成长”双重属性



3.1 玻纤行业周期性减弱

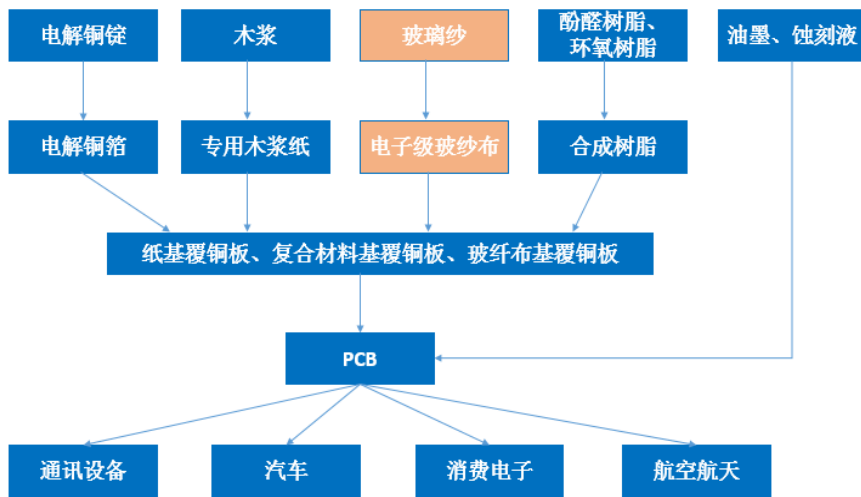
- ✓ 2013年之前周期性非常明显，玻纤产量与销量增速与GDP变动几乎保持一致。
- ✓ 2014年之后周期性有所减弱，其中2014-2015年受风电市场拉动，2016-2017年受电子纱和汽车轻量化拉动，下游新兴需求的拉动使得玻璃纤维周期性减弱



数据来源：Wind，南京证券研究所

3.2 电子纱：整体情况

- ✓ 不是所有做电子纱的企业都处于成长赛道，只有具备极薄纱、超薄纱产能的企业才是真正具备成长性的，才能真正享受5G、消费电子“轻薄化”的红利；
- ✓ 从这个角度来看，目前国内只有宏和科技才真正具有成长性。



产品档次	产品名称	厚度 (um)	主要应用领域
高端	极薄布	<28 (不含)	高端、超薄智能手机等高端智能化电子产品
	超薄布	28-35	
中端	薄布	36-100	智能手机等电子产品
低端	厚布	>100 (不含)	PC、IC载板等绝缘产品

数据来源：南京证券研究所

数据来源：Wind，宏和科技招股书，南京证券研究所

3.2 电子纱：国内产能

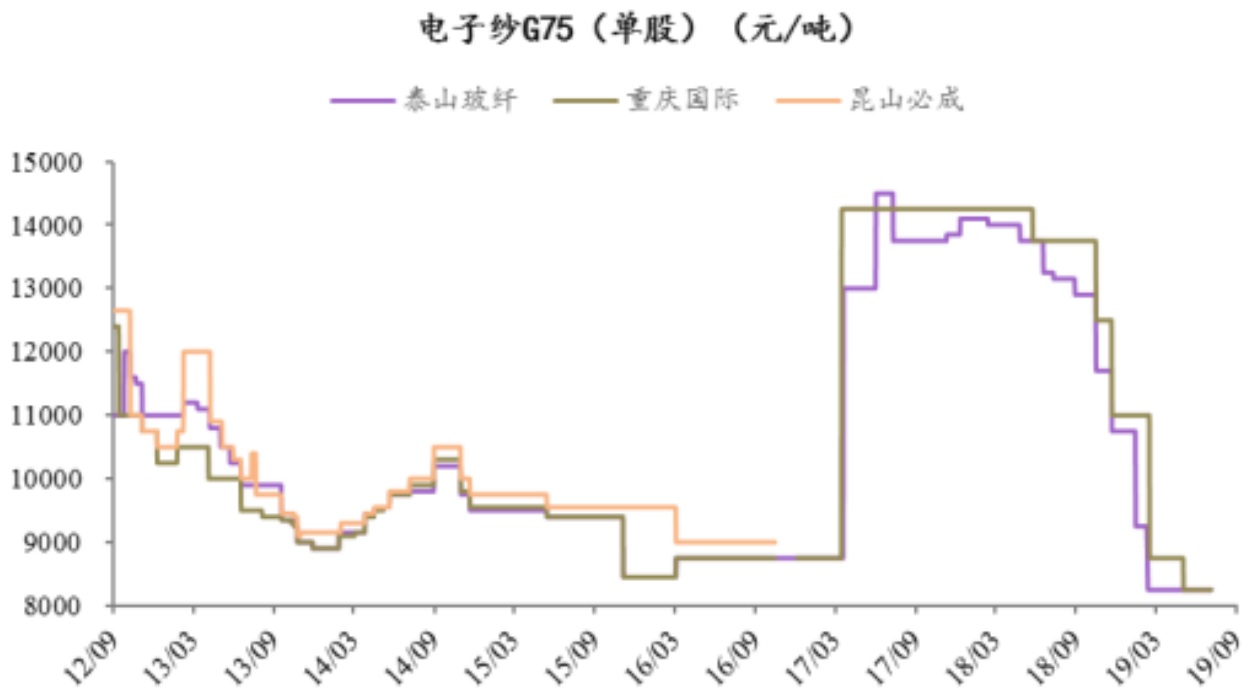
✓ 2018年8/11/12月、2019年林州光远、安徽丹凤、中国巨石和台玻等4家企业分别新增电子纱产能5/3/6/3万吨，合计为17万吨，而在此之前全行业的供给仅为63万吨，边际增加27%

省份	公司	产线	2017年末		2018年		2019E	
			产能	状态	产能	状态	产能	状态
山东	泰山玻纤	1线	1.5	在产	1.5	在产	1.5	在产
		5线	5	在产	5	在产	5	在产
河南	林州光远	1线	3.6	在产	3.6	在产	3.6	在产
		2线			5	在产	5	在产
安徽	安徽丹凤	1线	1	在产	1	在产	1	在产
		2线			3	在产	3	在产
浙江	中国巨石	1线	1.5	在产	1.5	在产	1.5	在产
		2线	3	在产	3	在产	3	在产
		3线			6	在产	6	在产
浙江	上海天玮	1线	1.8	冷修	1.8	冷修	1.8	冷修
江苏	昆山必成	1线	3.8	在产	3.8	在产	3.8	在产
		2线	3.8	在产	3.8	在产	3.8	在产
		3线	3.8	在产	3.8	在产	3.8	在产
		4线	3.8	在产	3.8	在产	3.8	在产
江苏	昆山台嘉	1线	1.7	在产	1.7	在产	1.7	在产
		2线	2	在产	2	在产	2	在产
		3线	1	在产	1	在产	1	在产
		4线	1	在产	1	在产	1	在产
四川	成都台嘉	1线	3	在产	3	在产	3	在产
四川	四川玻纤	1线	3	在产	3	在产	3	在产
重庆	重庆国际	F04	4	在产	4	在产	4	在产
		F07	4	在产	4	在产	4	在产
清远	建滔化工	1线	10.5	在产	10.5	在产	10.5	在产
		6线					4	在产
合计	总产能		63		77		81	
合计	在产产能		61		75		79	

数据来源：Wind，南京证券研究所

3.2 电子纱：产品价格

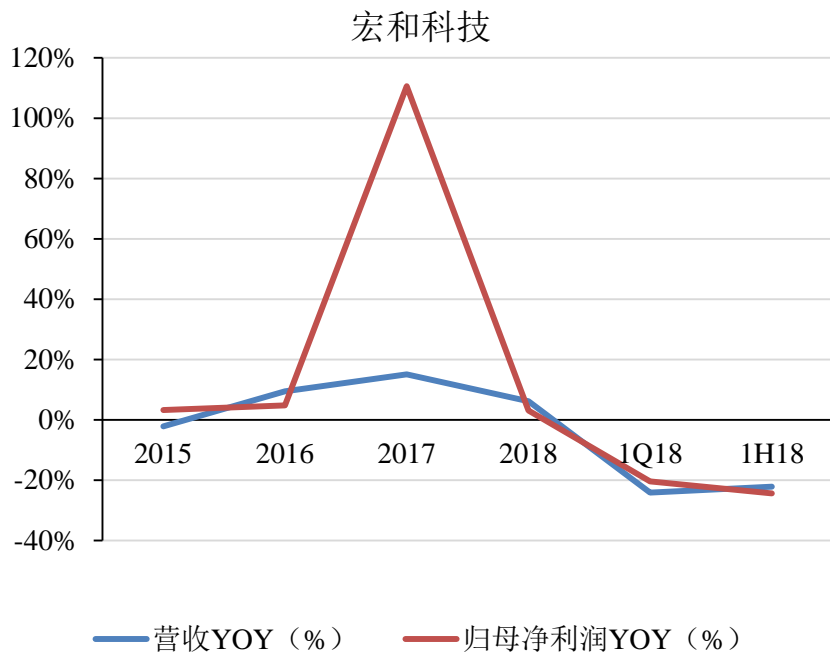
- ✓ 我们以G75号粗型电子级玻璃纤维为例，随着18年国内产能投放后，价格几乎腰斩。
- ✓ 受技术限制，目前可量产超细、极细电子纱的生产厂商数量较少，且极细纱是由日本、美国等少数原材料厂商主导。



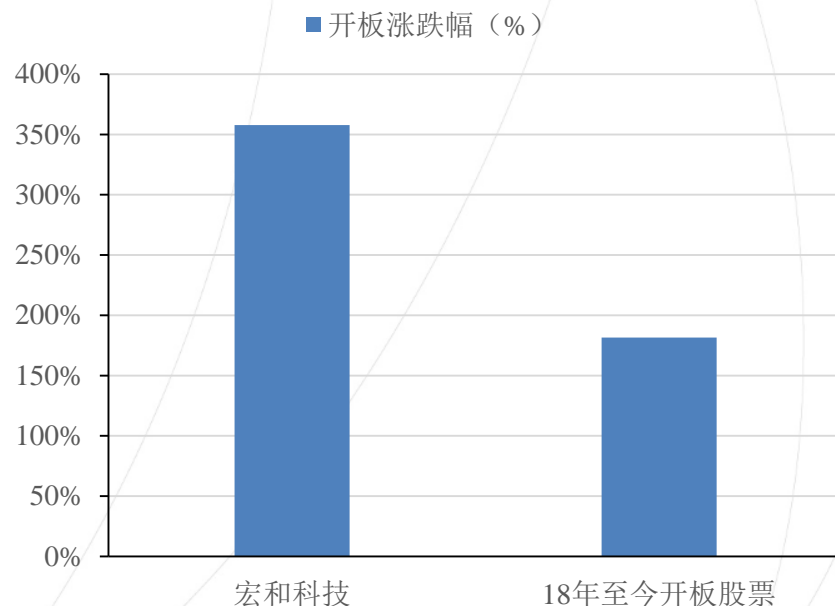
数据来源：卓创资讯，中泰证券，南京证券研究所

3.2 电子纱：成长性

- ✓ 即使宏和科技1季度、2季度业绩下滑，但是从新股开板涨幅来看，依旧领先于整体新股开板涨幅，印证市场对其成长性给予的溢价。



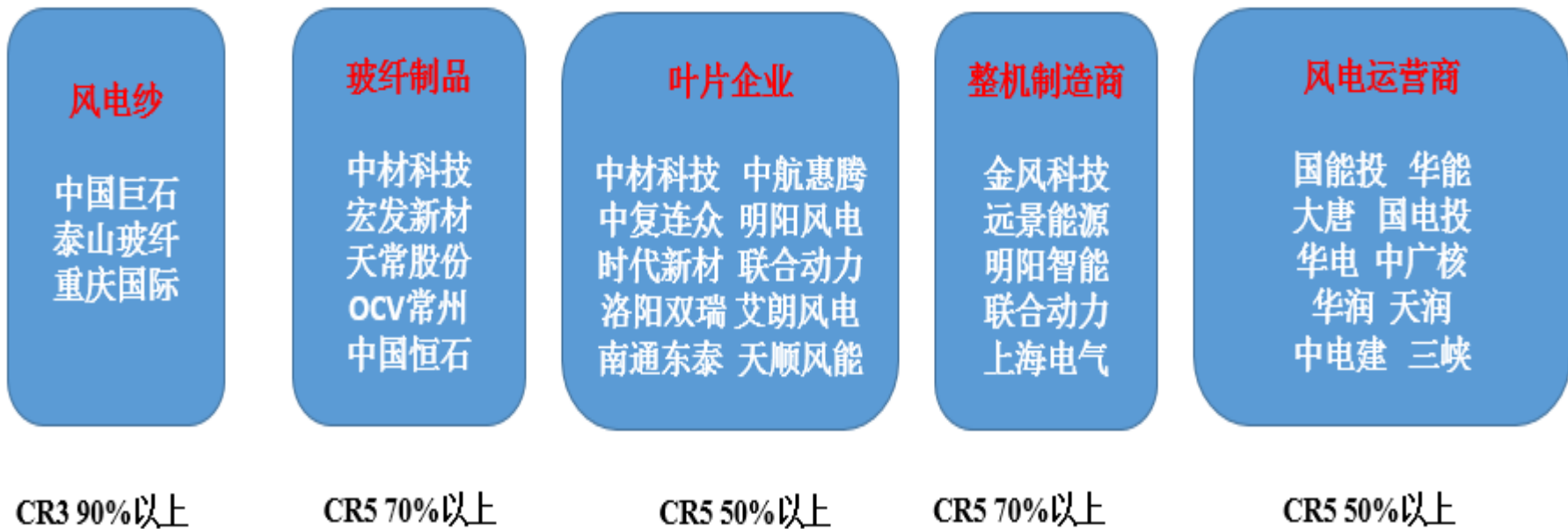
数据来源：Wind，南京证券研究所



数据来源：Wind，南京证券研究所

3.3 风电纱：产业结构

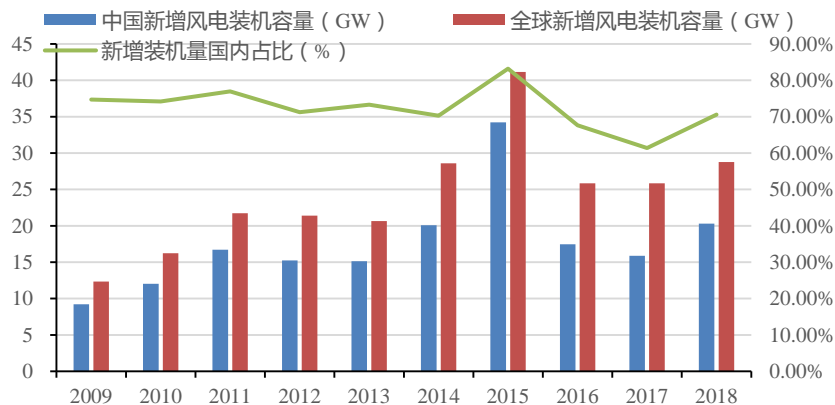
- ✓ 风电纱领域CR3达到 90%以上，玻纤制品CR5达到70%以上，叶片企业CR5达到50%以上，整机制造商CR5达到70%以上，风电运营商CR5达到50%以上，整个产业链集中度均比较高。



数据来源：南京证券研究所

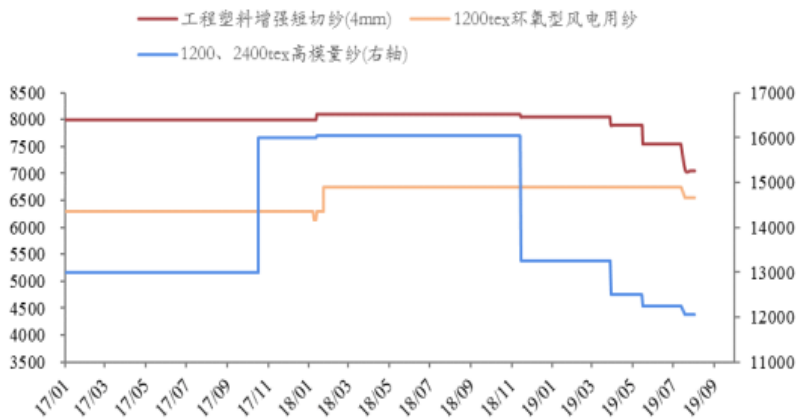
3.3 风电纱：产业结构

- ✓ 我们以风电纱、风电叶片、风电整机商各自的龙头为例，在16/17/18年风电装机量整体不景气的背景下，风电纱的价格保持稳定且有一定的上涨

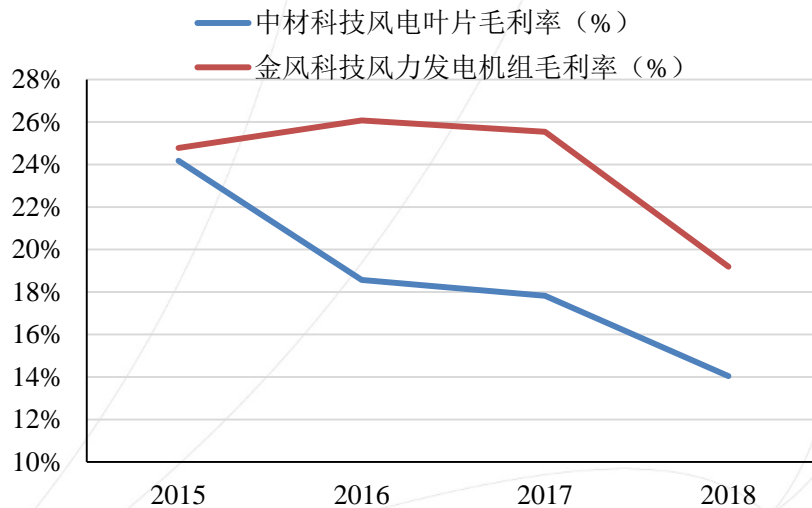


数据来源：Wind，南京证券研究所

OC中国高模量纱、风电纱、工程塑料增强短切纱(4mm) (元/吨)



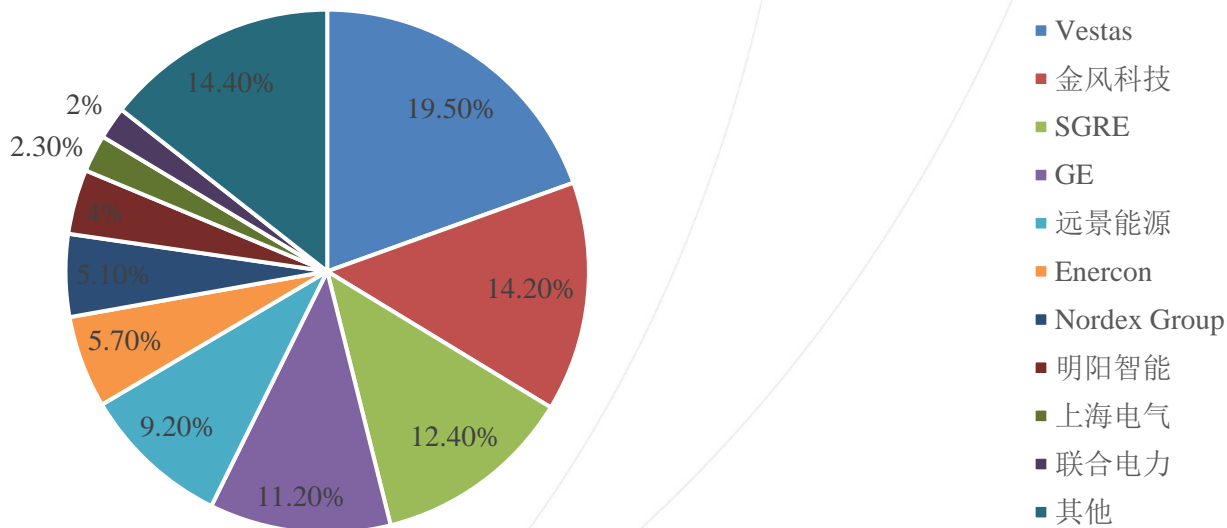
数据来源：Wind，中泰证券，南京证券研究所



数据来源：Wind，南京证券研究所

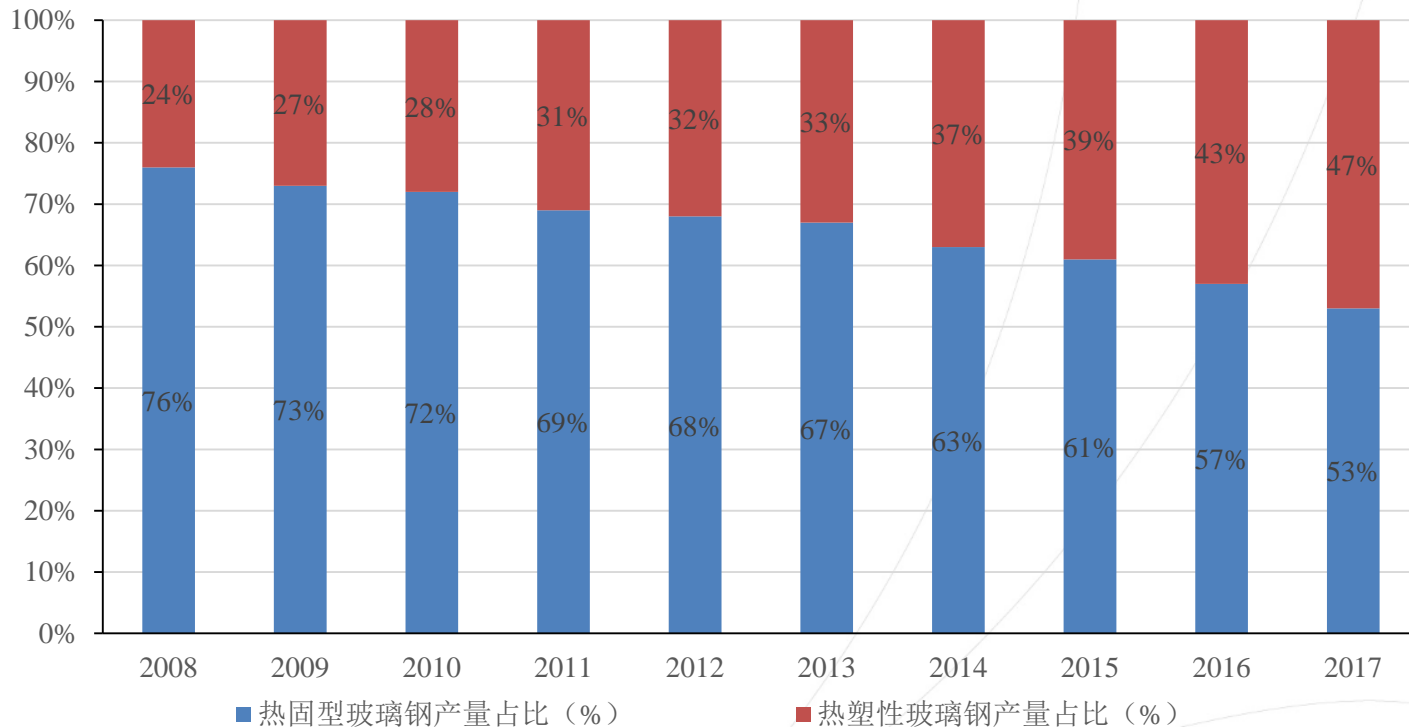
3.3 风电纱的分蛋糕者：大丝束碳纤维

- ✓ 碳纤维复合材料比玻璃纤维复合材料具有更低的密度和更高的强度，用于 40 米以上风机叶片中关键结构（梁帽、主梁）可使叶片自重减少 38%，成本降低 14%，同时提高叶片抗疲劳性能，提高输出功率。
- ✓ 目前海外风电整机商龙头维斯塔斯已经在使用碳纤维复合材料制成的风电碳梁，本质原因在于大丝束碳纤维成本的下降，但目前该项专利技术只被维斯塔斯共享，目前国内风电整机商依旧采用玻璃纤维符合材料为主，但从长远来看，碳纤维是更好的材料。



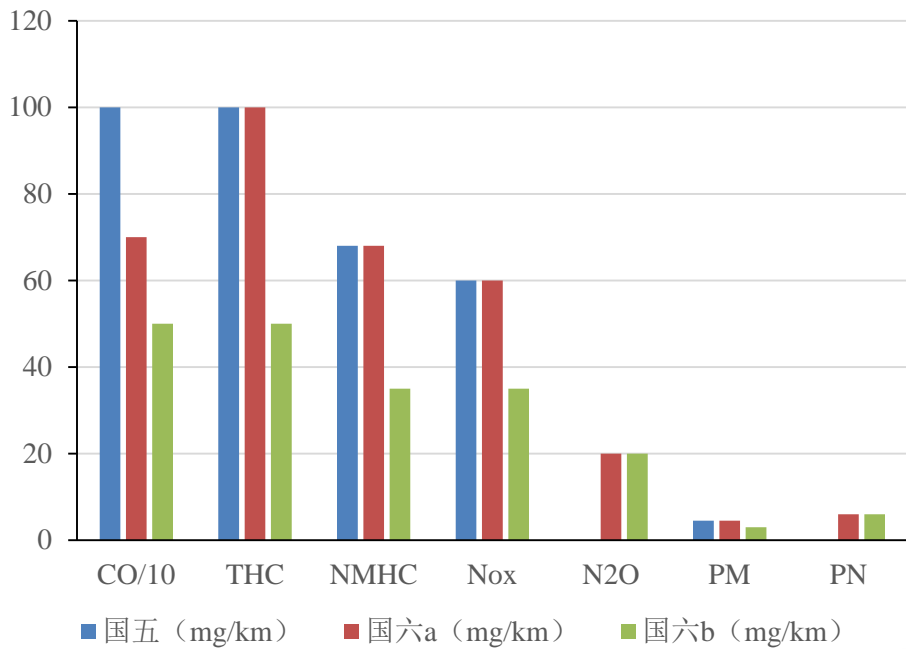
3.4 汽车轻量化：整体情况

- ✓ 汽车轻量化用热塑玻纤纱需求与渗透率提高存在较大关系，目前国产车玻纤及复合材料应用比例为 8-12%，而发达国家在 20~30%
- ✓ 国内热塑型玻璃钢产量占比从2008年的24%提高到2017年的47%

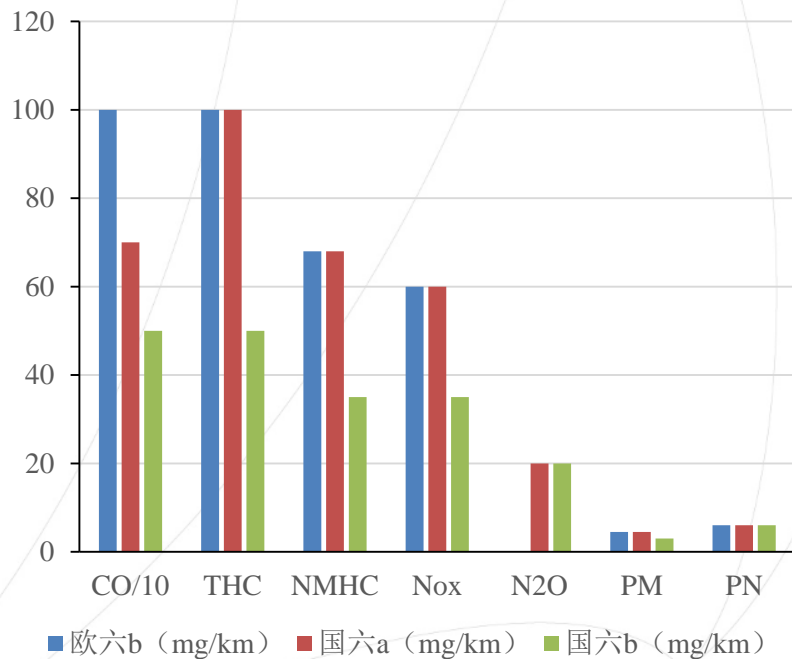


3.4 汽车轻量化：国六标准

- ✓ 国六污染排放物标准相比国五和欧六更为严格，中长期来看，玻璃纤维在汽车轻量化领域有望持续渗透；
- ✓ 根据光威复材的调研纪要，碳纤维在汽车上的应用由于涉及到成本、设计和生产工艺、维修、回收等多层面的问题，因此除了少数高端车型，目前还难以看到在普通乘用车上进行大规模应用的前景，所以短期来看无需担心碳纤维替代的风险。



数据来源：生态环境部，南京证券研究所

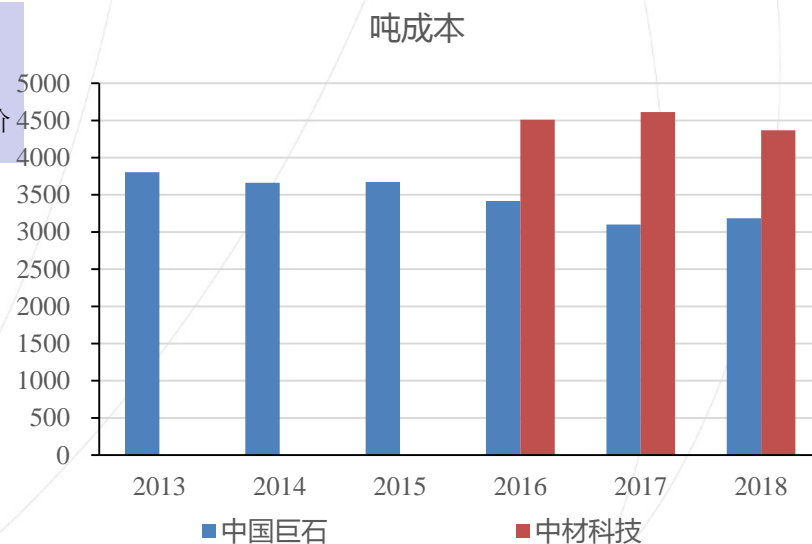


数据来源：生态环境部，南京证券研究所

4.1 中国巨石：成本领先优势

- ✓ 2013年，公司通过巨石集团收购桐乡金石贵和桐乡磊石微粉100%股权，实现铂/铑漏板设备和原材料供应的自给自足；
- ✓ 2017年12月，磊石公司年产六十万吨叶腊石微粉生产线扩建项目成功投产，公司产能扩大一倍，并重点提升了矿粉质量优化品种结构；
- ✓ 公司浙江、江西产能分别占总产能的51%、21%，毗邻资源丰富地区，享有充足原料、较低运输费用等优势。

项目	2016年		2017年		2018年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
叶蜡石（万吨、元/吨）	80.8	433.98	91.53	443.81	134.22	429.85
石灰石（万吨、元/吨）	10.54	136.98	11.82	137.67	15.92	157.69
天然气（千立方米、元/立方米）	198,609.35	1.91	220,447.84	1.88	254,362.05	2.02
电力（万度、元/度）	109,102.43	0.51	119,952.66	0.48	143,652.17	0.51



4.1 中国巨石：成本领先优势

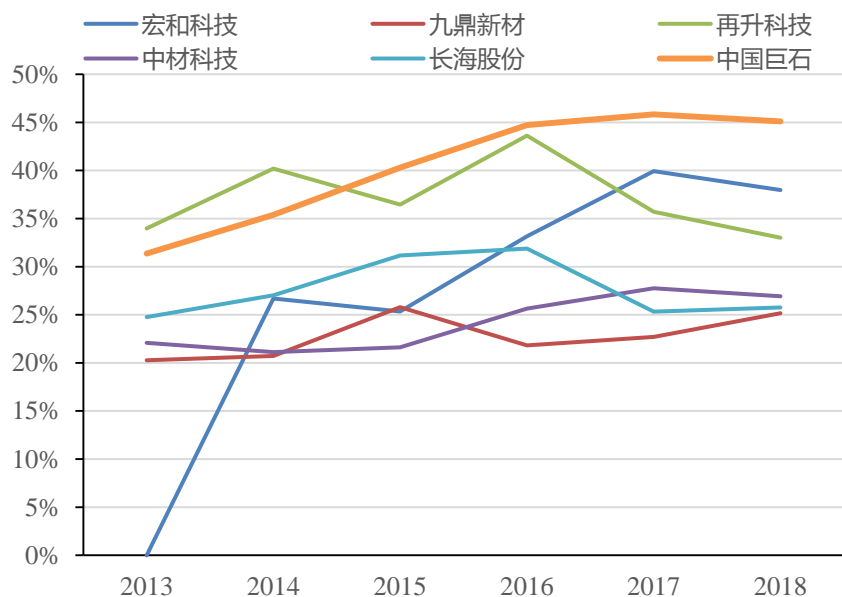
- ✓ 2007-2010为公司新投产高峰期，2013-2018为冷修高峰期
- ✓ 截至2018年末，公司玻璃纤维纱及其制品设计产能1为172万吨/年，规模优势明显

	产能	同比增速	当年新点火	当年冷修	冷修技改新增	新点火产线数	冷修产线数
2007	50		22			2	
2008	88	76%	38			4	
2009	88	0%					1
2010	96	9%	26			5	
2011	96	0%					
2012	96	0%		7			1
2013	106	10%	8	9	2	1	3
2014	113	7%	3	11	4	1	2
2015	117	4%		17.5	4.5		3
2016	129	10%	8	23	4	1	1
2017	133	3%	4	2		1	1
2018	172	29%	33	15	6	2	2

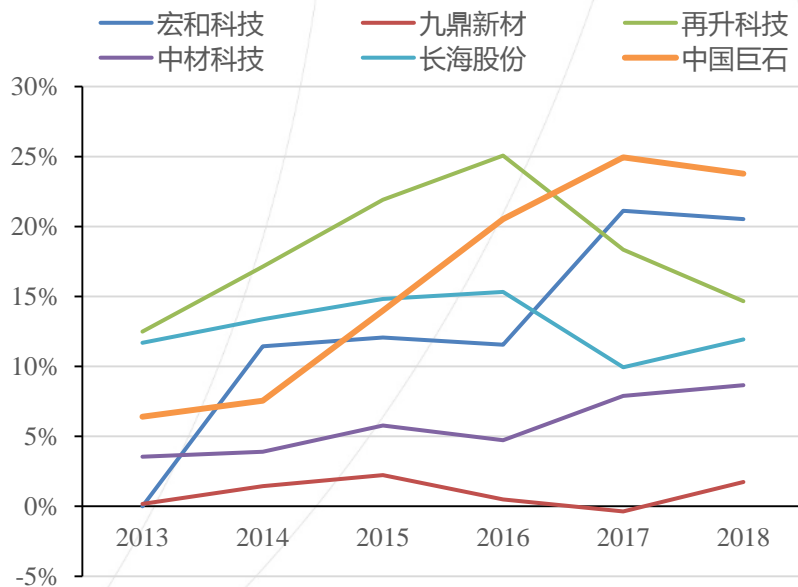
数据来源：公司公告，卓创资讯，南京证券研究所

4.1 中国巨石：成本领先优势

- ✓ 受益于原材料采购优势以及规模效应，2013-2018年，公司销售毛利率及销售净利率稳步提升，目前已与国内其他家可比公司拉开差距。



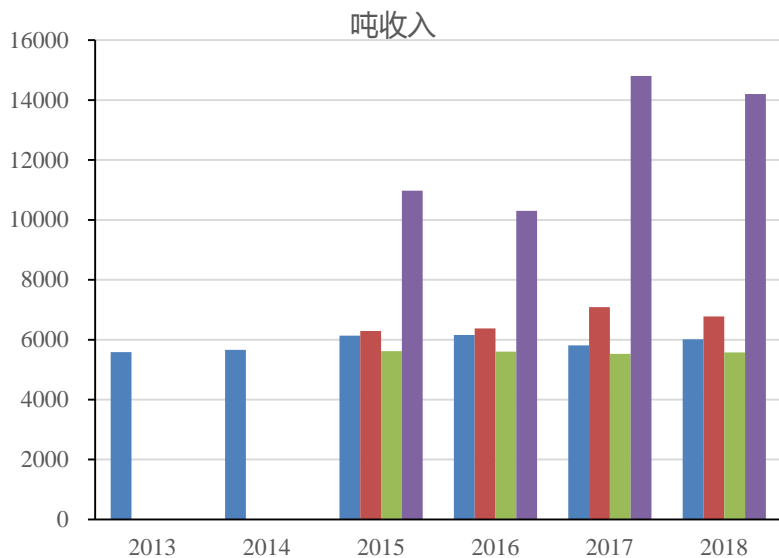
数据来源：Wind，南京证券研究所



数据来源：Wind，南京证券研究所

4.1 中国巨石：产品结构待优化

- ✓ 公司玻纤及其制品的吨收入不及泰山玻纤（中材科技的子公司），泰山玻纤在产品结构上要优于中国巨石。
- ✓ 从泰山玻纤的产品单价上，我们可以发现细纱的产品单价是要远高于粗纱的
- ✓ 虽然中国巨石的报表上没有披露粗纱细纱的具体占比情况，但从单价的对比上来看，目前巨石的产品结构应该还是粗砂为主。
- ✓ 值得注意的是，2018年公司玻纤及其制品单价上涨3.5%，而泰山玻纤粗纱产品单价上涨0.1%，印证公司产品结构存在一定的改善。



■ 中国巨石 ■ 泰山玻纤 ■ 泰山玻纤(粗砂) ■ 泰山玻纤(细砂)

	2014	2015	2016	2017	2018	
粗纱	销售金额	14.99	17.65	18.96	23.17	27.54
	销售量	28.34	31.43	33.83	41.92	49.4
	单价(元/吨)	5289.34	5615.65	5604.49	5527.19	5574.90
	产销率	105.86	96.2	93.27	101.76	104.06
细纱	销售金额	3.97	3.71	5.47	10.48	10.89
	销售量	3.49	3.38	5.31	7.08	7.67
	单价(元/吨)	11375.36	10976.33	10301.32	14802.26	14198.17
	产销率	96.41	102.74	103.11	103.96	101.09
玻纤制品	销售金额	9.14	14.25	14.9	17.49	18.9
	销售量	12.28	18.31	20.15	24.68	27.19
	单价(元/吨)	7443.00	7782.63	7394.54	7086.71	6951.08
	产销率				88.78	97.8

单位：亿元、万吨

4.1 中国巨石：反倾销压力大

- ✓ 海外产能方面，公司目前在埃及、美国、印度设有生产线，埃及产能20万吨已经全部投产，美国产能9.6万吨于2019年5月点火，印度产能尚处于建设期。海外工厂建立的初衷，一方面是规避运输成本、另一方面在于规避主要出口国的反倾销。

生产基地	主要产品	生产线数量	设计产能
浙江桐乡基地	无碱玻璃纤维纱	7条	84.50万吨/年
四川成都基地	无碱玻璃纤维纱	4条	22.00万吨/年
江西九江基地	无碱玻璃纤维纱	3条	35.00万吨/年
埃及基地	无碱玻璃纤维纱	3条	20.00万吨/年
巨石攀登电子基材有限公司	电子纱	2条	4.50万吨/年
	电子布	-	1.50亿米/年
浙江桐乡基地	电子纱	-	6.00万吨/年
	电子布	-	2.00亿米/年

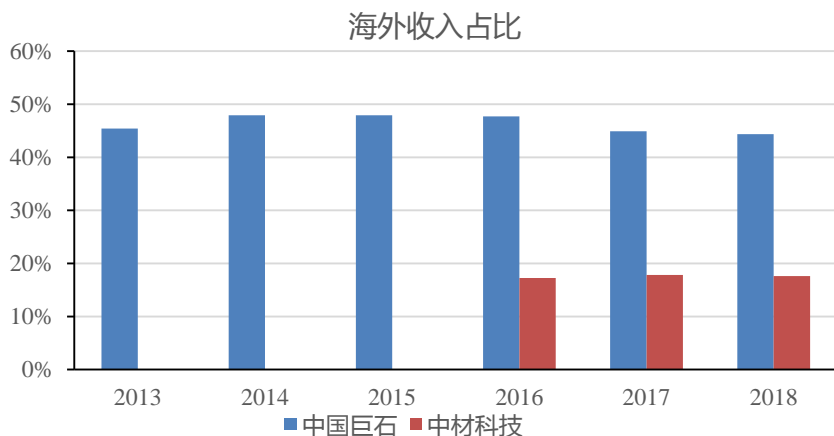
数据来源：公司公告，南京证券研究所

生产线名称	产能（万吨/年）	状态	投产日期
巨石集团埃及1线	8	在产	2013
巨石集团埃及2线	8	在产	2016
巨石集团埃及3线	4	在产	2017
巨石集团美国1线	9.6	在产	2019
巨石集团印度1线	10	在建	2020

数据来源：公司公告，南京证券研究所

4.1 中国巨石：反倾销压力大

- ✓ 2018年，欧盟/土耳其/印度出口金额占公司营业收入的比重分别为 25.16%/8.58%/5.86%
- ✓ 主要出口国均对中国生产的玻璃纤维及其制品征收反倾销税，2019年5月欧盟甚至对原产于埃及的玻璃纤维织物进行反补贴立案调查



数据来源：Wind，南京证券研究所

欧盟	2013年	欧盟发起了针对中国玻璃纤维反补贴调查及反倾销中期复审，自2014年12月24日至2016年3月，中国巨石被征收的反倾销及反补贴合计税率为24.80%
	2017年上半年	欧委会发布裁决披露，继续维持反倾销税
	2019年5月	欧盟对原产于中国和埃及的玻璃纤维织物进行反补贴立案调查
印度	2016年7月	印度商工部于2016年7月6日公布对原产自中国的玻璃纤维产品反倾销日落复审最终结果，中国巨石被征收的反倾销税率为24.59%，到期日为2021年7月6日
土耳其	2017年	中国巨石出口到土耳其的产品征收的反倾销税为35.75%，到期日为2020年4月17日。
美国	2019年5月	美国将对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调到25%，其中包含玻璃纤维及制品

数据来源：南京证券研究所

4.2 中国巨石：是否存在边际改善

纯从报表角度，公司业绩很难做出精确预测，因为公司并没有对玻纤及其制品进行拆分，所以尝试从是否存在边际改善的逻辑来对公司进行判断。

1) 由于电子纱的价格>风电纱>无碱粗砂，公司产品存在一定的改善、整体单价有望上涨。公司电子纱的产能在18年之后开始陆续投产，根据统计，18年12月桐乡1线投产12万吨电子纱、19年桐乡1线有望投产6万吨电子纱、2020-2022年桐乡2/3线有望投产12万吨电子纱，目前暂时不知道公司投产的电子纱是何种级别的，但即使是偏低端的电子纱型号G75，目前单价也在800元/吨以上，远高于18年公司产品的平均吨售价6015元/吨。同时从18年风电装机量的数据来看，风电纱的需求有所复苏，风电纱的收入占比也有望迎来提升。

2) 仔细分析公司半年报，19年上半年营收同比增长0.89%，但营业成本同比增长10.42%，公司给出的解释是销量增加带来的营业成本的增长，假设公司的单位营业成本变化不大，实际上公司的销量增速能够达到10%左右，这个增速其实还是很可观的。且由于目前美国市场的销量占比低，未来随着美国工厂的投产，也使得公司的销售范围进一步扩大。

3) 欧盟对埃及的反倾销：欧盟19年2月和5月发起的对埃及的反倾销和反补贴调查仅限于玻璃纤维织物，根据公司初步统计，直接涉及公司产品数量仅几百吨，短期影响非常有限，同时2019年6月英国GRP公司和巨石集团联合数家欧洲进口贸易商和玻纤终端用户提出反对意见，但风险在于欧盟将反倾销和反补贴的范围进一步扩大到整个玻璃纤维制品。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准:

- 推荐: 预计6个月内该行业超越整体市场表现;
- 中性: 预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平;
- 回避: 预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 预计6个月内绝对涨幅大于20%;
- 推 荐: 预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间;
- 中 性: 预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间;
- 回 避: 预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。