



旗滨集团：玻璃供需将迎拐点，高质量成长开启新征程

分析师：刘萍
执业编号：S0300517100001
电话：0755-83331495
邮箱：liuping_bf@lxsec.com

2019年10月31日

主要投资逻辑：

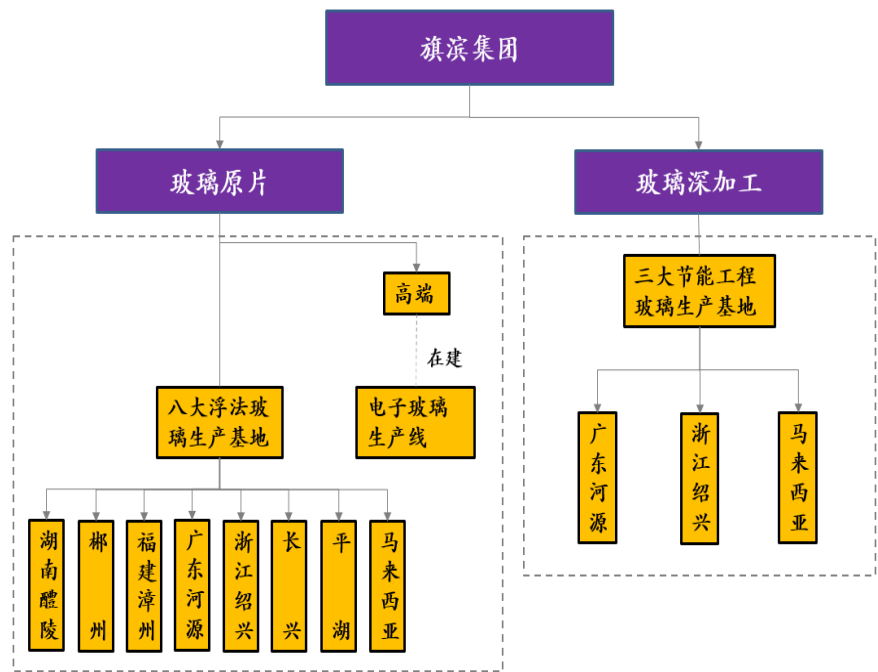
- 1、短中期的逻辑在于；为期一年左右的盈利复苏时间窗口将开启；Q3净利润同比增长34%，而Q4增速将进一步提升；
- 2、中长期的逻辑有两方面，行业层面在于玻璃的供需新平衡正在重建，减量置换和环保升级确保供给端增量将非常有限，而需求端来看，增长的确定性较高，一是下游需求在拓宽，新的应用领域带来新的增长，比如光伏；二是房地产从新开工向竣工传导且开窗面积增长、旧改等存量市场不容小觑；
- 3、公司中长期增长逻辑也日益清晰，一是产品提质及向深加工延伸将利于平抑盈利的周期波动；二是电子玻璃适逢天时地利有望打开另一蓝海市场；三是大股东一亿股股份大手笔赠与核心管理人才有望有效解决现有核心团队的激励和利益机制。
- 4、分红收益率高，估值位于历史低位，盈利逐季加速确定，“买入”评级。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

目录

- 1 公司概况
- 2 玻璃供需格局迎拐点，价格上行有支撑
- 3 原材料成本下行加速盈利端的改善
- 4 深加工和电子玻璃贡献利润
- 5 全面激励确保中长期战略执行
- 6 盈利预测与投资评级

旗滨集团主要产能构成

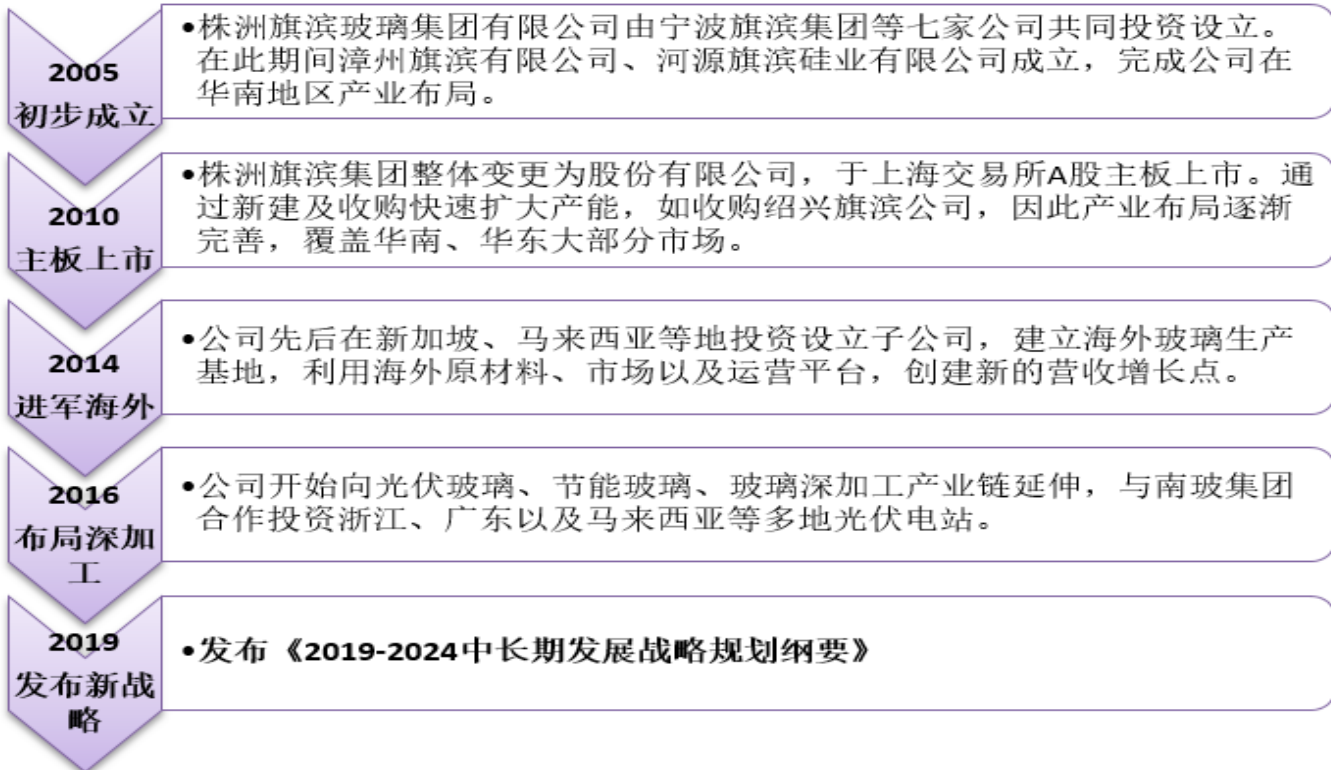


资料来源：公司官网，联讯证券研究院

1、旗滨集团成立于1988年，于2011年上海证券交易所A股上市（股票代码：601636），是一家集浮法玻璃、节能工程玻璃、低铁超白玻璃、电子玻璃研发、生产、销售为一体的创新型国家高新技术企业。

2、目前集团在产优质浮法玻璃生产线25条，在产低铁超白玻璃生产线2条，在建高性能电子玻璃生产线1条，日熔化量17600吨，平板玻璃品种达到20多种。拥有湖南醴陵、郴州、福建漳州、广东河源、浙江绍兴、长兴、平湖、马来西亚八大浮法玻璃生产基地，并分别在广东河源、浙江绍兴、马来西亚投入新建三大节能工程玻璃生产基地，是高中低透三银Low-E产品全覆盖的创新型节能玻璃实力企业。

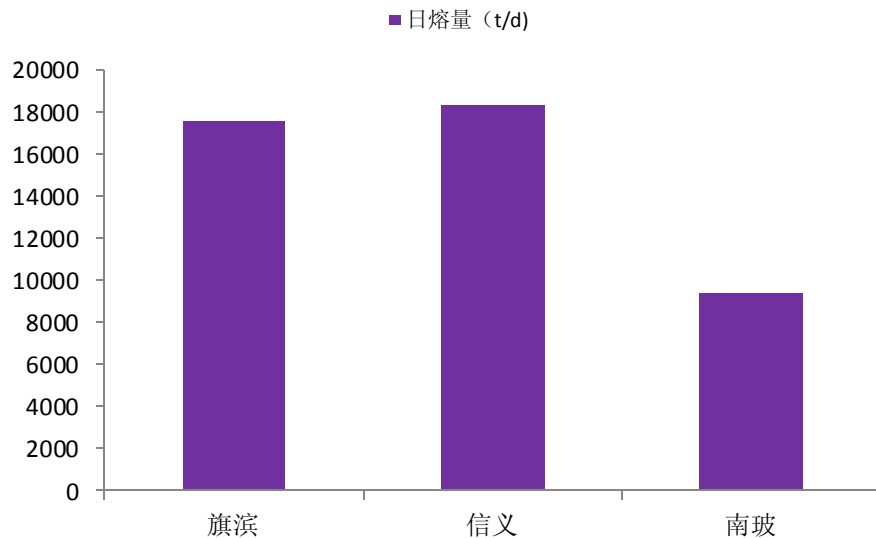
公司发展历程



资料来源：Wind，联讯证券研究院

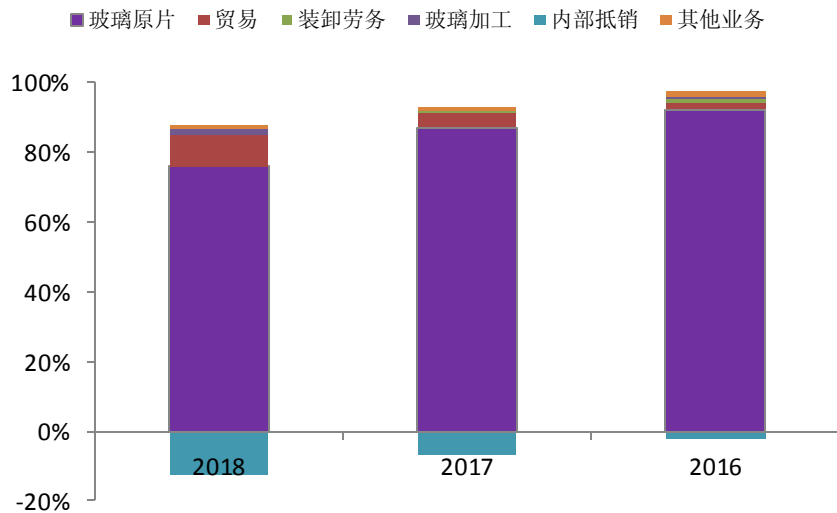
旗滨集团与主要玻璃企业产能对比

公司目前玻璃原片产能日熔量约17600吨，略低于信义玻璃，在全国排第二位。



资料来源：Wind，联讯证券研究院

旗滨集团与主要玻璃企业产能对比



玻璃原片是公司收入的主要来源，占公司内部抵消后收入的90%以上，随着玻璃深加工业务逐步放量，深加工业务占比开始提升。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

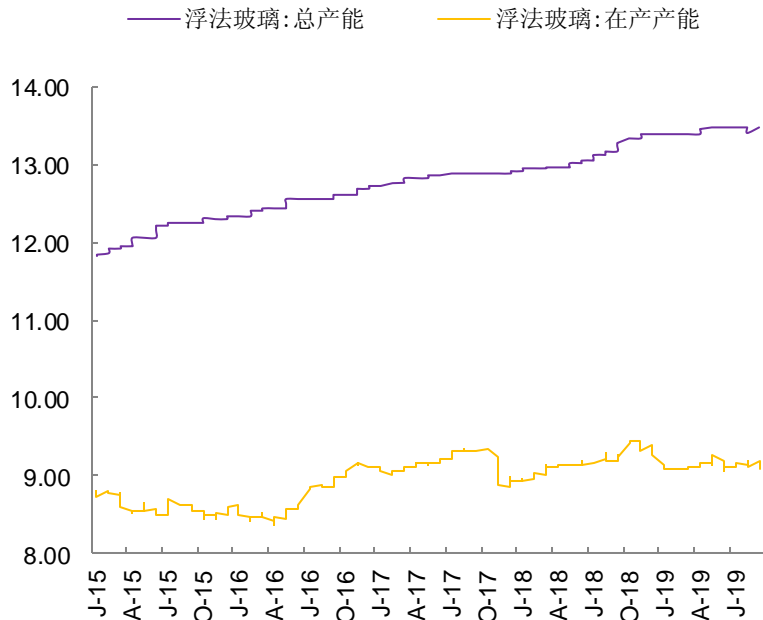
目录

- 1 公司概况
- 2 玻璃供需格局迎拐点，价格上行有支撑
- 3 原材料成本下行加速盈利端的改善
- 4 深加工和电子玻璃贡献利润
- 5 全面激励确保中长期战略执行
- 6 盈利预测与投资评级

6

供给端：浮法玻璃总产能13.5亿重箱

浮法玻璃总产能和在产产能（亿重箱）



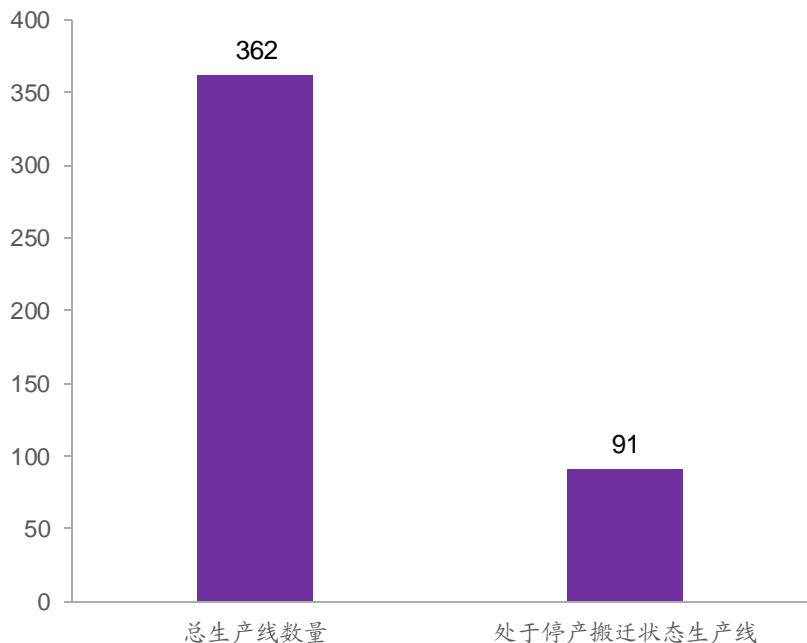
目前全国浮法玻璃总产能约13.5亿重量箱，但在产产能仅约9亿重量箱，为何差距如此巨大？

资料来源：Wind，联讯证券研究院

7

供给端：约四分之一产能处于停产状态

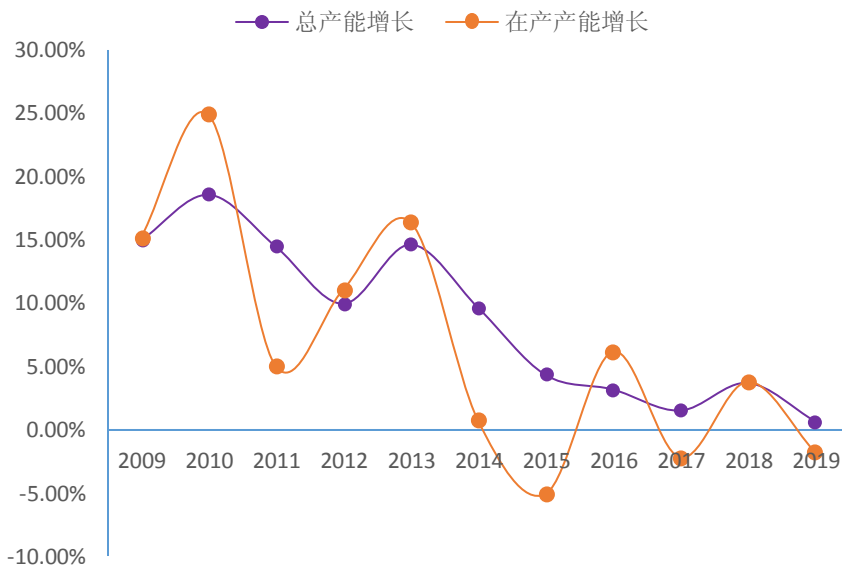
截止18年我国浮法玻璃生产线数量（条）



目前国内浮法玻璃生产线总数约362条，其中约91条处于停产搬迁状态，受政策、环保等多因素影响，这部分产能基本没有复产可能，意味着约4分之一的产能属于无效产能。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

浮法玻璃总产能增长和在产产能增长情况



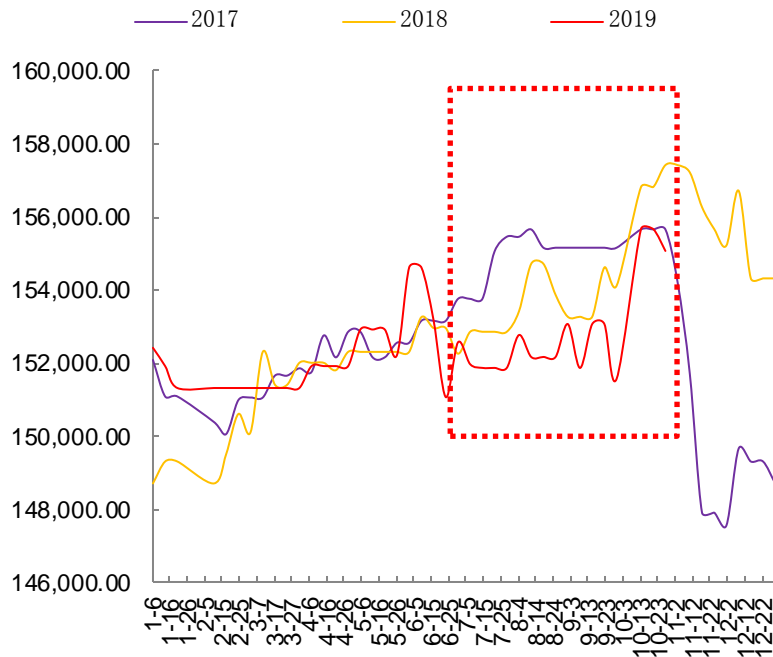
资料来源：Wind，联讯证券研究院

1、19年开始，浮法玻璃总产能基本零增长；两个原因，严禁新增，减量置换

严禁新增：2016年5月《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》规定，2020年底前，严禁备案和新建扩大产能平板玻璃建设项目”。**减量置换**：2018年，《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，2018年8月，工信部、国家发改委联合发布《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》

2、在此政策下，在产产能的供给弹性其实非常有限，目前行业内约25%的产能是僵尸产能，有效产能大约10.1亿重箱，而每年大约5-6%的有效产能处于冷修阶段，因此实际有效产能大约在9.5亿重箱左右，16年至今，在产产能一直在9亿重箱上下徘徊

玻璃在产日熔量低于2017、2018年同期水平



- 1、受环保及国庆限产影响，今年玻璃再产产能自6月开始，就低于往年同期水平，目前玻璃在产日熔量约15.5万吨，低于17、18年同期水平；
- 2、根据邢台市6月下发的文件，为完成大气污染防治目标，沙河地区将有6条生产线面临关停。目前沙河长城以及正大玻璃各停产了1条生产线，若按照该文件要求，后期至少还有4条生产线可能停产，供给端将进一步收缩。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

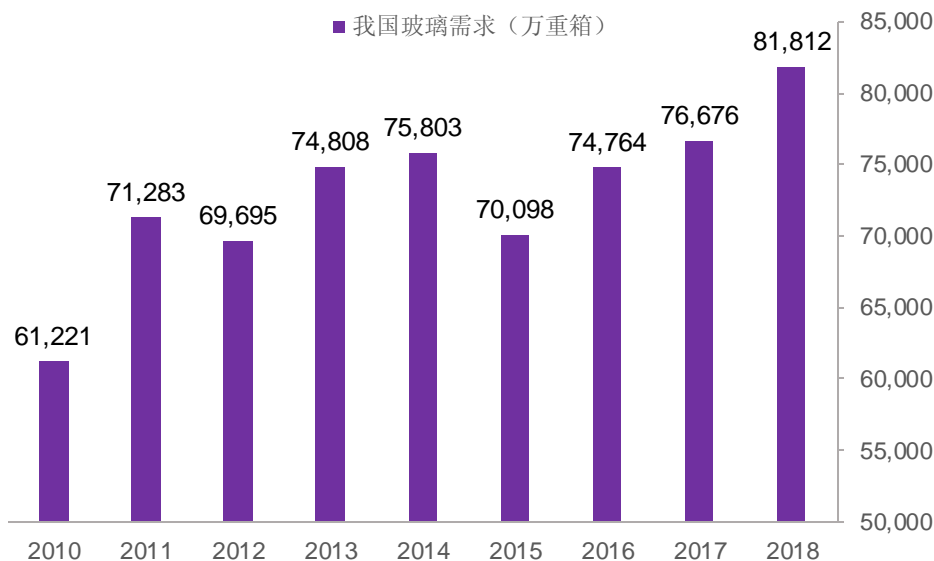
未来新增产能有限

	Q419	2020E
新点火生产线数量	2	2
日熔量	1300	1300
冷修复产生产线数量	6	8
日熔量	4000	4800

- 1、从增量供给来看，根据我们不完全统计，明年仅两条新线点火；
- 2、从冷修复产情况来看，预计Q4复产的生产线条数约6条，但明年冷修的生产线预计也有14条左右，因此存量供给的变化不大。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

2018年我国玻璃需求量达到8.2亿重箱

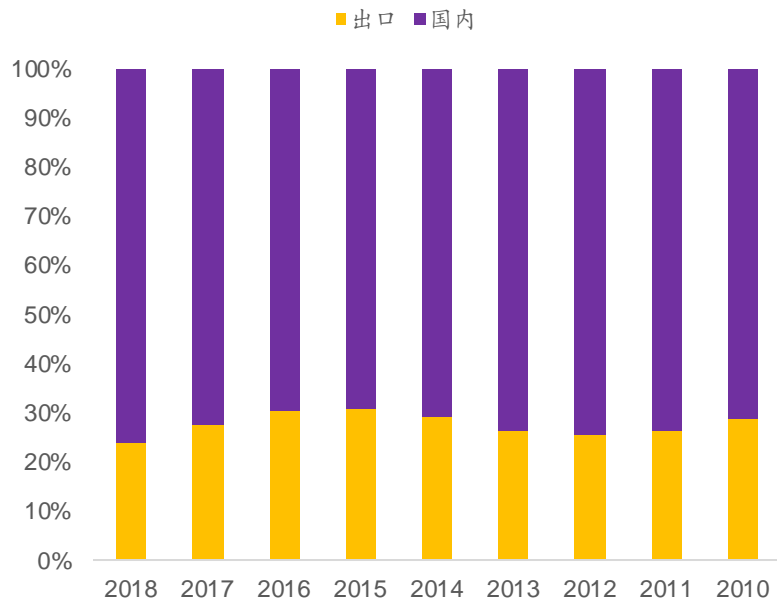


1、从需求端来看，2018年我国平板玻璃销量达到8.2亿重量箱，较9.5亿重箱的理论有效产能上限存在约14%左右的差距，与目前约9.3亿重箱的实际在产产能约有12%的差距；

资料来源：Wind，联讯证券研究院

玻璃需求构成

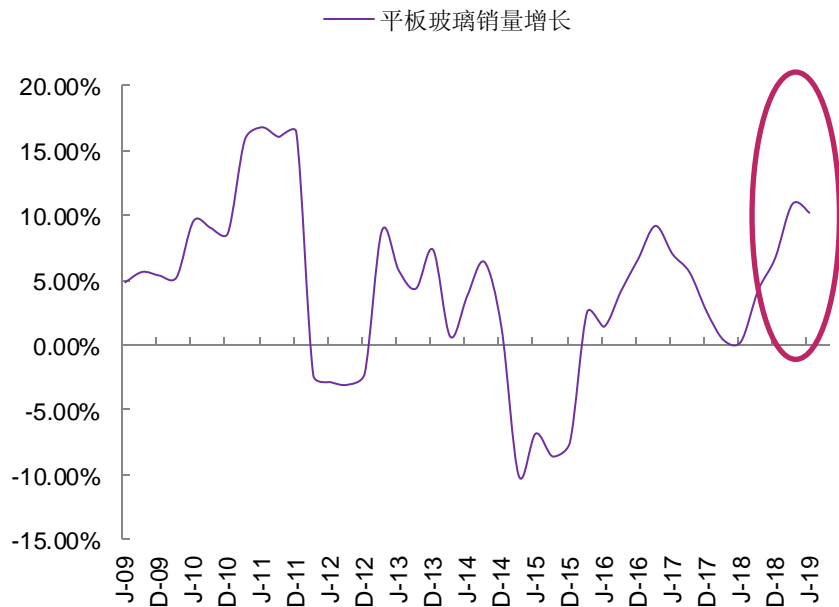
从需求的结构来看，出口约占25%，大约2.2亿重箱，国内需求约6亿重箱。



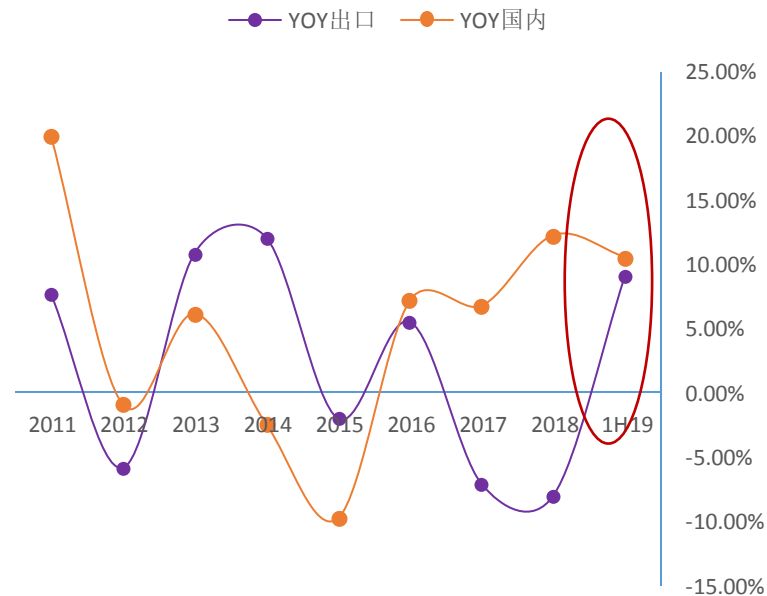
资料来源：Wind，联讯证券研究院

13 需求端：2019年以来需求端增长超过10%

19年上半年，需求的增长超过10%



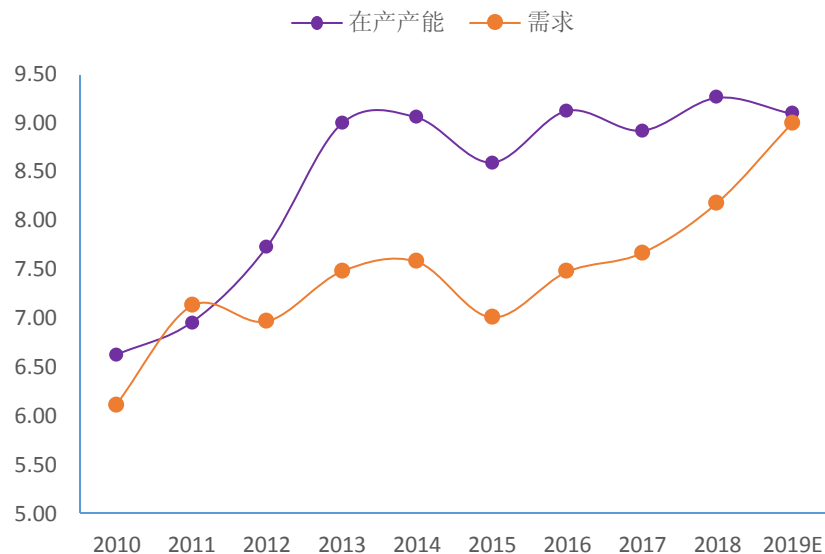
19年以来出口和内需同步增长



资料来源：Wind，联讯证券研究院

资料来源：玻璃期货网，联讯证券研究院

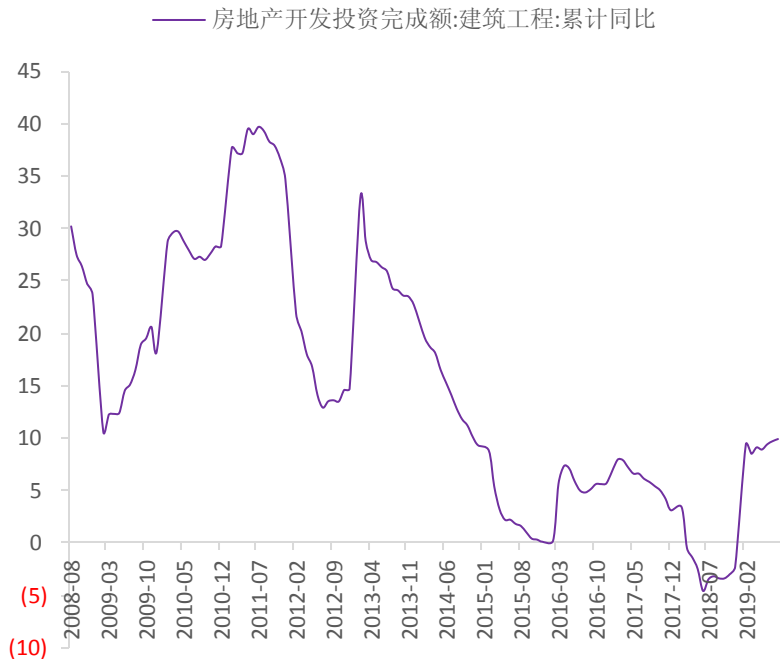
预计未来玻璃供需将处于紧平衡状态（亿重箱）



- 1、如果按照上年年的需求增速年化，2019年平板玻璃的需求将达到9亿重箱，与当前的理论有效产能和实际在产产能已经非常接近；
- 2、未来需求端如果再进一步增长，考虑玻璃供给端缺乏弹性，则玻璃行业供不应求局面出现并非没有可能。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

房地产建筑工程投资19年开始较快增长



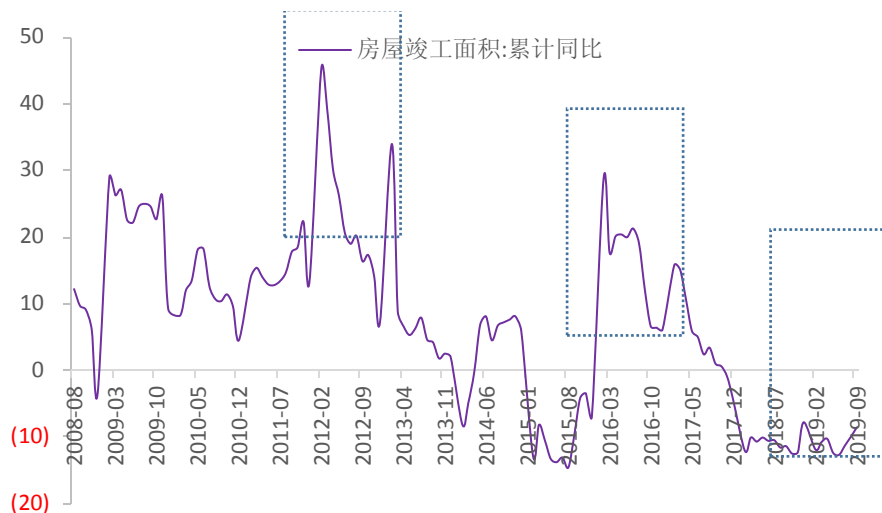
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

需求增长的可能因素

	增量	存量	提质
房地产	建安工程投资19年以来快速增长,	旧改, 存量房重装每年超过800万套	消费升级, 厚度增加, 双层中空渗透率提升
汽车	可能在触底过程	汽车保有量超过2.4亿辆, 破损率较高7%	
其它新的运用领域	光伏背板渗透率提升, 光伏组件本身增长快		

资料来源: 玻璃期货网, 联讯证券研究院

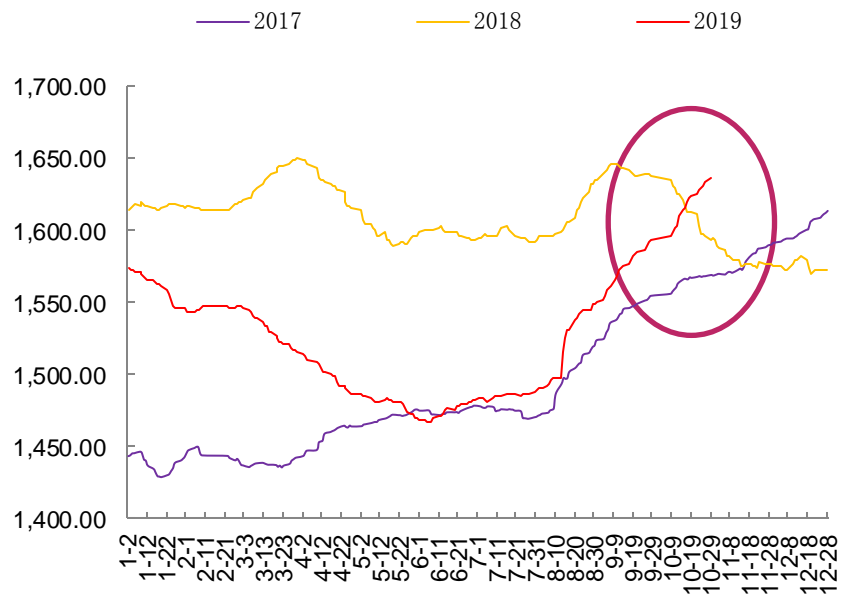
房地产投资向竣工端传导



- 1、按照房地产投资4年左右的竣工周期，下一轮竣工高峰将在2020年到来；从数据来看，房地产竣工面积数据8月已经转正，9月快速上行；
- 2、玻璃的需求靠近竣工端，按照这一点推论，2020年需求端也不会差。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

近三年浮法价格价格走势



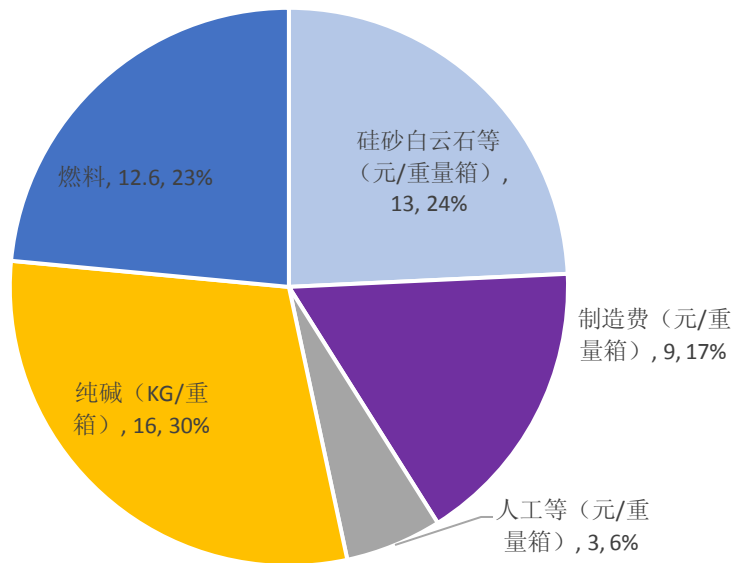
- 1、当前玻璃价格已经超过去年同期水平，创历史同期最高；
- 2、11月价格有望再推涨一元/箱
- 3、9-11月将明显去库存为年底挺价做好准备
- 4、今年价格上涨的速度快于2017年

资料来源：Wind，联讯证券研究院

目录

- 1 公司概况
- 2 玻璃供需格局迎拐点，价格上行有支撑
- 3 原材料成本下行加速盈利端的改善
- 4 深加工和电子玻璃贡献利润
- 5 全面激励确保中长期战略执行
- 6 盈利预测与投资评级

旗滨集团玻璃生产成本构成



纯碱占成本的比重大约30%，每重箱玻璃消耗纯碱约9.8公斤；

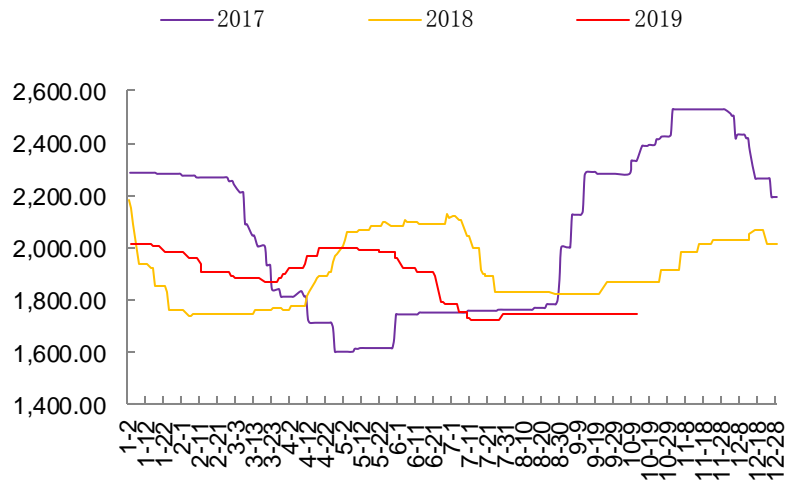
其次是燃料，以石油焦为代表，每重箱消耗约10.5公斤，占比23%；

资料来源：Wind，联讯证券研究院

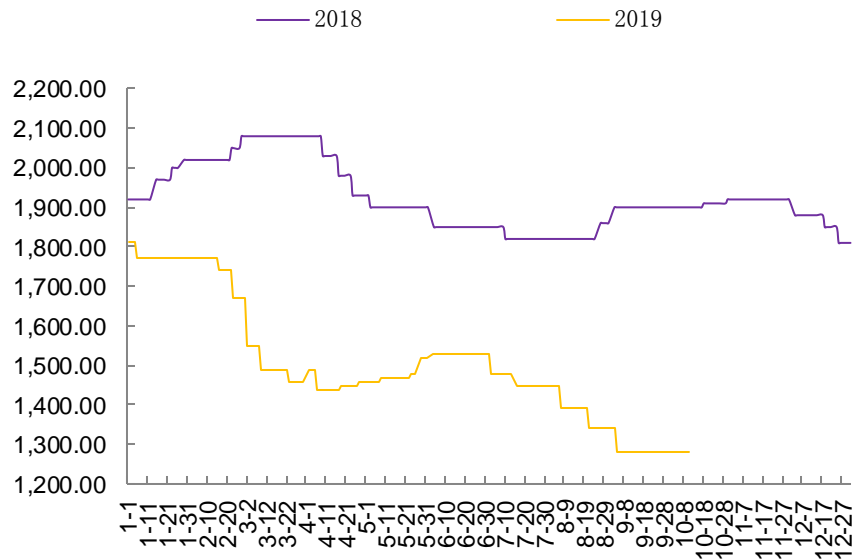
19 成本端：纯碱价格低于去年同期且库存在增加

- 纯碱价格低于去年同期水平，而库存较年初已经转正
- 与去年同期相比，意味着箱成本在纯碱上将比去年便宜1.3元/箱

纯碱价格低于2018年同期水平约128元/吨



石油焦价格走势



- 1、每重量箱玻璃大约需要10.5公斤石油焦；
- 2、7月份以来石油焦价格加速下行；
- 3、目前石油焦价格比去年年初大约便宜600块，理论上箱成本比去年便宜6块钱，当然，因为公司大量购买美国石油焦，所以燃料成本端的变化没有这么明显。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

石油焦价格 (元/吨)	纯碱价格 (元/吨)							
	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000
800	44.14	45.12	46.1	47.08	48.06	49.04	50.02	51
900	45.19	46.17	47.15	48.13	49.11	50.09	51.07	52.05
1000	46.24	47.22	48.2	49.18	50.16	51.14	52.12	53.1
1100	47.29	48.27	49.25	50.23	51.21	52.19	53.17	54.15
1200	48.34	49.32	50.3	51.28	52.26	53.24	54.22	55.2
1300	49.39	50.37	51.35	52.33	53.31	54.29	55.27	56.25
1400	50.44	51.42	52.4	53.38	54.36	55.34	56.32	57.3
1500	51.49	52.47	53.45	54.43	55.41	56.39	57.37	58.35
1600	52.54	53.52	54.5	55.48	56.46	57.44	58.42	59.4
1700	53.59	54.57	55.55	56.53	57.51	58.49	59.47	60.45
1800	54.64	55.62	56.6	57.58	58.56	59.54	60.52	61.5
1900	55.69	56.67	57.65	58.63	59.61	60.59	61.57	62.55
2000	56.74	57.72	58.7	59.68	60.66	61.64	62.62	63.6

资料来源：Wind，联讯证券研究院

盈利端：Q3开始将看到至少一年的盈利上行期

2018	Q1	Q2	Q3	Q4
销量	2043.00	2771.00	3040.00	3150.00
箱收入	81.18	76.20	75.38	73.54
箱成本	53.69	53.75	54.02	55.16
箱三费	10.91	8.86	9.03	8.97
箱税费	3.93	2.62	3.09	0.31
箱净利润	15.77	12.02	9.99	7.89
净利润	32220.99	33315.52	30379.01	24850.92
2019	Q1	Q2	Q3	Q4F
销量	2470.00	2947.00	3120.00	3160.00
箱收入	74.31	75.70	79.03	80.00
箱成本	56.18	54.50	54.48	54.50
箱三费	8.39	9.04	8.96	9.21
箱税费	2.56	2.94	3.19	3.30
箱净利润	8.49	10.47	12.40	12.99
净利润	20958.58	30860.14	40885.56	39061.78
YOY	-34.95%	-7.37%	34.58%	57.18%
2020	Q1E	Q2E		
销量	2500.00	3000.00		
箱收入	76.00	76.00		
箱成本	52.50	52.50		
箱三费	8.79	9.05		
箱税费	3.68	3.61		
箱净利润	11.03	10.84		
净利润	34581.66	35505.77		
YOY	65.00%	15.05%		

资料来源：Wind，联讯证券研究院

目录

- 1 公司概况
- 2 玻璃供需格局迎拐点，价格上行有支撑
- 3 原材料成本下行加速盈利端的改善
- 4 深加工和电子玻璃贡献利润
- 5 全面激励确保中长期战略执行
- 6 盈利预测与投资评级

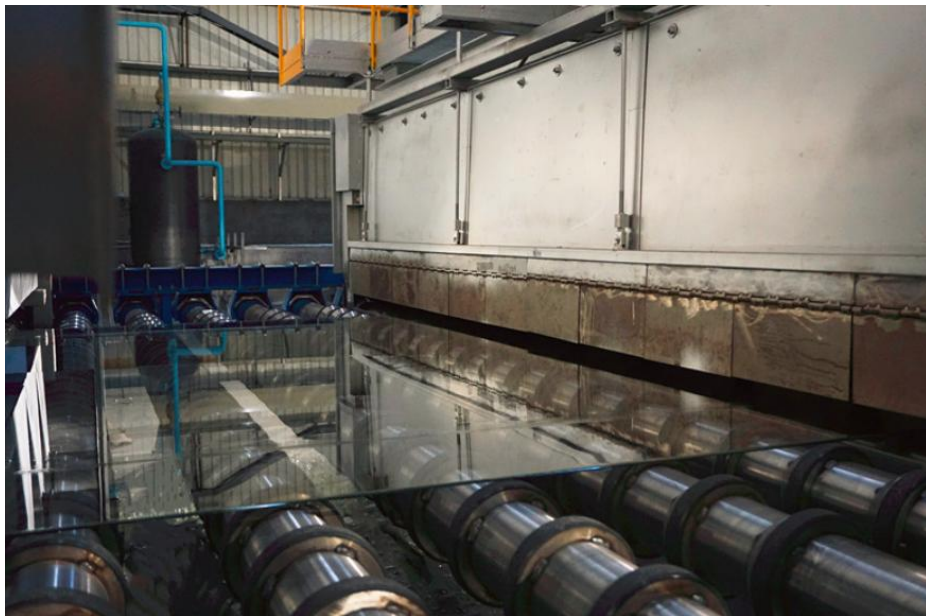
旗滨集团深加工业务布局

	生产线	产能	1H19净利润	1H19收入
广东节能	1条镀膜线	120万m ² /年	465.92	11,191.70
	3条中空线	100万m ² /年		
浙江节能	1条镀膜线	120万m ² /年	579.85	12,448.16
	3条中空线	100万m ² /年		
马来西亚节能	1条镀膜线	120万m ² /年	-1,246.89	2,054.87
	3条中空线	100万m ² /年		
湖南节能	2条镀膜线	600万m ² /年	-19.44	-
	3条中空线	95万m ² /年		

资料来源：Wind，联讯证券研究院

- 1、公司从16年开始布局深加工，目前有4大生产基地，马来生产线今年5月投产；
- 2、截止8月，广东和浙江均实现净利润各1100多万，预计全年深加工收入6亿，预计全年净利润约3千万；
- 3、预计20年深加工收入10亿，21年达到15亿，深加工净利润率6%-8%；

旗滨集团醴陵电子玻璃生产车间



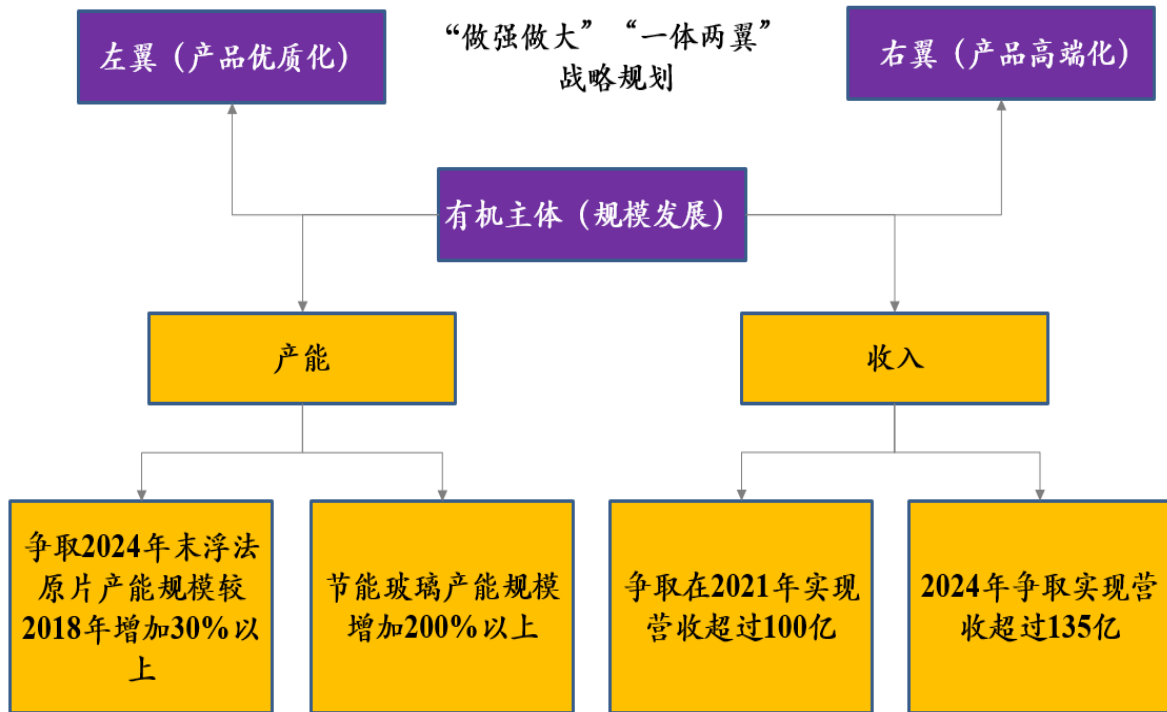
- 1、手机盖板玻璃等电子玻璃目前严重依赖美国康宁；国内仅彩虹、南玻、中国建材等少数几家企业实现量产；
- 2、旗滨集团目前已经成功研发电子玻璃量产技术，其醴陵电子65吨级高性能电子玻璃生产线已经于8月30日引头子成功，后续还需进行客户认证等工作，预计将于2020年下半年正式供货。

资料来源：公司官网，联讯证券研究院

目录

- 1 公司概况
- 2 玻璃供需格局迎拐点，价格上行有支撑
- 3 原材料成本下行加速盈利端的改善
- 4 深加工和电子玻璃贡献利润
- 5 全面激励确保中长期战略执行
- 6 盈利预测与投资评级

25 从中长期规划看发展目标



收入两步走：21年100亿（3年复合增速6.08%），24年135亿（3年复合增速10.52%）

产能目标：18年基础上增长130%

优质：产品分为优等品和一等品，优等品价格较一等品高50块/吨

高端：深加工和电子玻璃，平抑周期

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

标的股票来源	实际控制人俞其兵先生的无偿赠与。
标的股票规模	总体规模不超过10,000万股，占公司当前总股本2,688,080,940股的3.72%。
两期时间安排	俞其兵先生自愿将其持有的旗滨集团股票分两批无偿赠与给本持股计划。其中，第一批赠与股票的规模将根据2021年公司层面和个人层面的考核情况予以确定；第二批赠与股票的规模将结合第一批赠与股票的规模以及2024年公司层面和个人层面的考核情况予以确定。
持有人分配情况	本持股计划总人数预计不超过50人，首批为23人。 本持股计划份额对应股份数，1股为1份。首批核心管理层在100%完成公司层面的业绩目标和个人层面绩效考核目标时，获赠标的股票后持有本持股计划份额的情况如下：张柏忠（总裁），持有800万份，占比8%；姚培武（董事长兼董事会秘书），持有360万份，占比3.6%；张国明（财务总监），持有550万份，占比5.5%；凌根略（副总裁），持有550万份，占比5.5%；候英兰（董事），持有180万份，占比1.8%；其他员工（18人），持有3,440万份，占比34.40%；预留部分4,120万份，占比41.20%。
存续期	10年
标的股票的锁定期	本持股计划第一批获赠股票的锁定期不低于48个月，第二批获赠股票的锁定期不低于12个月
公司层面考核标准	考核年度分别为2021年和2024年两个会计年度，考核指标分别对应公司设定的中期发展目标和长期发展目标。完成公司中期发展目标后，持有人可通过本持股计划获赠第一批股票，完成长期发展目标后，持有人可通过本持股计划获赠第二批股票。 2021年中期发展目标：1. 营业收入：以2016-2018年营业收入平均值为基数，2021年营业收入复合增长率不低于10%；2. 净资产收益率：2021年净资产收益率不低于同行业对标企业80分位值水平 2024年长期发展目标：1. 营业收入：以2016-2018年营业收入平均值为基数，2024年营业收入复合增长率不低于10%；2. 净资产收益率：2024年净资产收益率不低于同行业对标企业80分位值水平

员工持股计划：2019年至2024年公司计划滚动实施6期员工持股计划，总规模预计12,500万股。第一期员工持股计划总人数将不超过416人，规模不超过721.8万股，拟筹资金额上限为1371.42万元。2019年度财务考核指标为以2016-2018年营收均值（76.4亿）为基数，2019年营收增速不低于20%（91.7亿），同时ROE不低于同行业对标企业80分位值水平

资料来源：Wind，联讯证券研究院

	2016	2017	2018	2019E
每股分红	0.15	0.3	0.3	0.25
EPS	0.32	0.42	0.45	0.49
分红比例	46.88%	71.43%	66.67%	51%
当前股价对应的分红收益率（股价3.92）				6.38%

公司曾公告分红比例不低于50%。

资料来源：Wind，联讯证券研究院

目录

- 1 公司概况
- 2 玻璃供需格局迎拐点，价格上行有支撑
- 3 原材料成本下行加速盈利端的改善
- 4 深加工和电子玻璃贡献利润
- 5 全面激励确保中长期战略执行
- 6 盈利预测、投资评级及风险提示

我们预计公司2019年-2021年营业收入分别为88.7亿元、98.2亿元、104.9亿元，同比分别增加5.9%、10.6%、6.8%；归母净利润分别为13.0亿元、15.9亿元、17.3亿元，同比分别增加7.7%、22.1%、8.7%。EPS分别为0.49、0.59和0.64元/股，对应的PE分别为8/7/6x。我们认为玻璃供需格局的变化为行业长期盈利能力的稳定提供基础，而公司作为行业龙头，发展战略清晰，激励方案到位，股东与管理层利益高度一致，且分红比例高，估值有安全边际，重生“买入”评级。

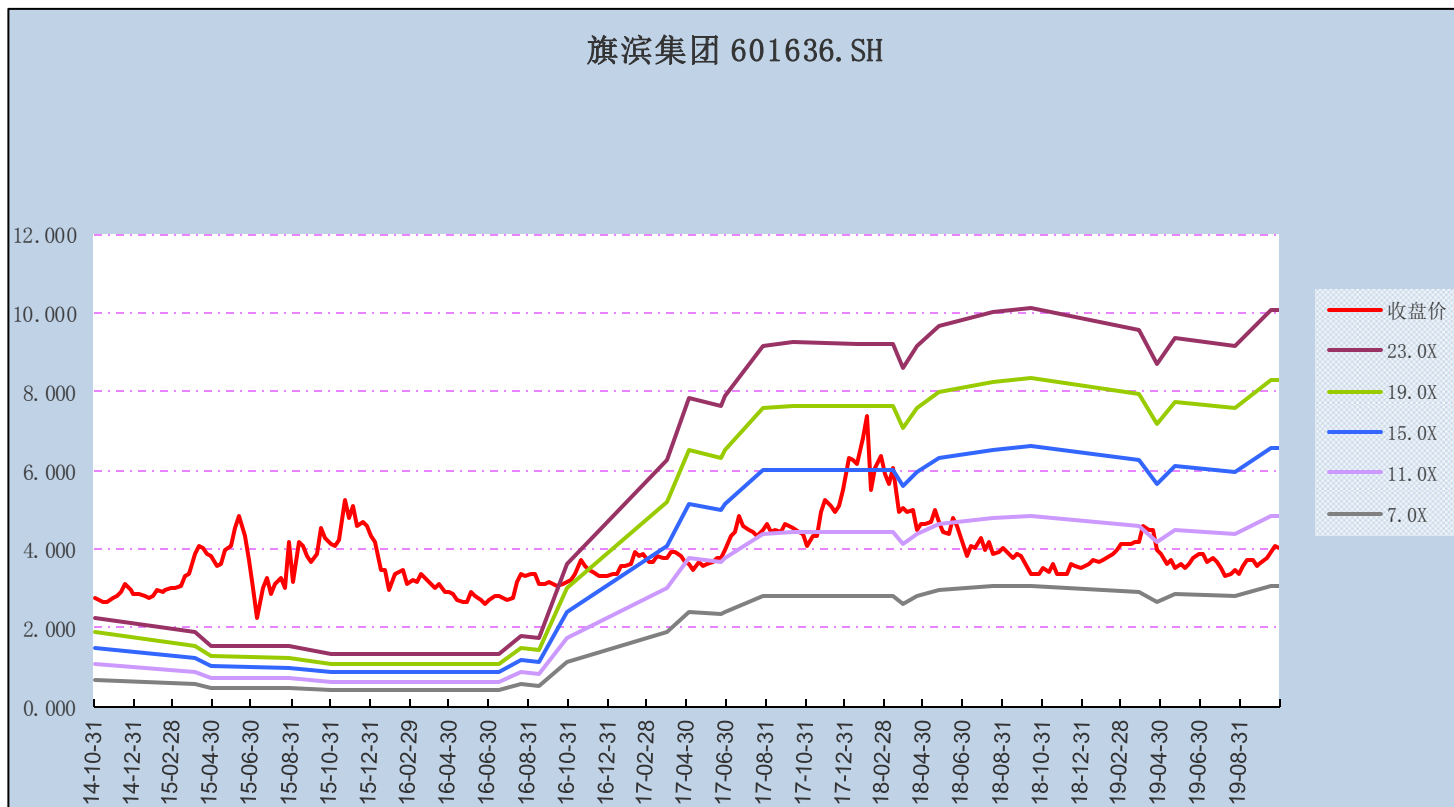
资料来源：Wind，联讯证券研究院

玻璃价格不及预期；

原材料如纯碱、石油焦等大幅上涨；

深加工、电子玻璃业务拓展不及预期等。

资料来源：Wind，联讯证券研究院



资料来源：Wind，联讯证券研究院

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E
现金及现金等价物	435	1962	3239	4684	营业收入	8378	8874	9816	10486
应收款项	166	170	188	201	营业成本	5966	6176	6715	7184
存货净额	705	681	739	792	营业税金及附加	117	124	137	147
其他流动资产	777	799	883	944	销售费用	108	115	128	136
流动资产合计	2083	3612	5050	6621	管理费用	507	844	921	971
固定资产	9204	8448	7976	7426	财务费用	100	99	72	45
无形资产及其他	824	796	769	741	投资收益	33	0	0	0
					资产减值及公允价值变				
投资性房地产	690	690	690	690	动	(60)	(62)	(69)	(73)
长期股权投资	37	37	37	37	其他收入	(204)	0	0	0
资产总计	12838	13582	14522	15515	营业利润	1349	1454	1775	1929
短期借款及交易性金融负债	950	1000	1000	1000	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	918	894	970	1040	利润总额	1347	1454	1775	1929
其他流动负债	726	794	864	924	所得税费用	139	153	186	203
流动负债合计	2594	2688	2834	2963	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1483	1483	1483	1483	归属于母公司净利润	1208	1301	1588	1726
其他长期负债	1190	1190	1190	1190					
长期负债合计	2674	2674	2674	2674	现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E
负债合计	5267	5362	5508	5637	净利润	1208	1301	1588	1726
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(8)	372	(27)	(30)
股东权益	7570	8221	9015	9878	折旧摊销	871	1149	1258	1334
负债和股东权益总计	12838	13582	14522	15515	公允价值变动损失	60	62	69	73
					财务费用	100	99	72	45
关键财务与估值指标	2018	2019	2020E	2021E	营运资本变动	(764)	415	(43)	(26)
每股收益	0.45	0.49	0.59	0.64	其它	8	(372)	27	30
每股红利	0.35	0.24	0.30	0.32	经营活动现金流	1374	2927	2872	3108
每股净资产	2.82	3.07	3.36	3.69	资本开支	(985)	(800)	(800)	(800)
ROIC	16%	15%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	16%	18%	17%	投资活动现金流	(982)	(800)	(800)	(800)
毛利率	29%	30%	32%	31%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	20%	20%	负债净变化	(432)	0	0	0
EBITDA Margin	30%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(925)	(650)	(794)	(863)
收入增长	10%	6%	11%	7%	其它融资现金流	2076	50	0	0
净利润增长率	6%	8%	22%	9%	融资活动现金流	(638)	(600)	(794)	(863)
资产负债率	41%	39%	38%	36%	现金净变动	(246)	1527	1278	1445
息率	8.5%	6.0%	7.3%	8.0%	货币资金的期初余额	681	435	1962	3239
P/E	9.0	8.3	6.8	6.3	货币资金的期末余额	435	1962	3239	4684
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	629	2209	2129	2340
EV/EBITDA	6.3	5.9	5.2	4.9	权益自由现金流	2272	2171	2065	2300

资料来源：Wind，联讯证券研究院

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。