

行业下行控本能力凸显，新业务推进收入多元化

——旗滨集团 2022 年中报点评

核心观点

- 需求与成本冲击致业绩下滑，业绩奖励计提减少费用率下降。**公司 22H1 收入/归母净利 64.9/10.8 亿，YoY-5.0%/-51.2%；其中 22Q2 收入/归母净利为 34.3/5.6 亿，YoY-12.3%/-58.2%。浮法玻璃受需求和成本双重冲击导致公司收入和毛利率均明显下滑。22H1 公司管理费用率为 6.4%，YoY-3.0pct，因利润下滑相应业绩奖励计提减少，公司管理费用率出现较明显下降。随着行业景气筑底及浮法玻璃价格有望磨底乃至回升，22H2 公司利润增速有望改善。
- 浮法产销率与箱毛利均下滑，行业供需存在改善空间。**22H1 浮法玻璃产销量 5953/5507 万箱，YoY-1.2%/-9.7%；产销率 92.5%，YoY-8.6pct。需求疲软致产销率下行。箱价格/成本为 99/73 元，YoY+12.2/+20.0 元；箱毛利/净利 26/13 元，YoY-7.8/-4.3 元。据卓创资讯纯碱/天然气/石油焦 22H1 均价 YoY+64.3/+4.2/+74.7%致箱毛利大幅下行。低迷环境下，行业供给有望收缩。目前行业在产产能 16.8 万 t/d，比 7 月下旬下滑约 0.7 万 t/d，初显回落。需求在地产保竣工推进下，存在改善可能性。
- 光伏玻璃加速推进，产能规模增长空间巨大。**目前公司郴州光伏玻璃产能已投产。根据公告，公司后续将分别在漳州/绍兴/宁波/马来/昭通各投 1/1/2/2/4 条产线，日熔量各 1200t/d，总投资超 130 亿，预计分别在 23/23/23/24/25 年投产。若顺利投产，加上现有郴州产线，合计光伏玻璃产能将达 1.4 万 t/d。考虑目前行业在/拟建产能规模巨大，主要市场参与者均大幅扩产，政策存在收紧可能，后续产能是否顺利落地存在不确定性。
- 电子与药用玻璃稳步推进，抵御行业周期能力不断增强。**上半年公司电子玻璃开始实现微利，下半年醴陵电子二线将投产，二强盖板玻璃将上线，产销量和单价均有望提升。公司后续将进一步投资 7.8 亿元在绍兴柯桥建设 2 条电子玻璃产线，预计 2024 年逐步投产。上半年公司药用玻璃良品率，产销率和单价仍较低，尚无法实现盈利。公司后续仍将改善产能运行状态提升良率，拓展销售渠道，争取扭亏为盈。目前公司药玻二期产能可在建，预计投产后总产能将达 65t/d。

盈利预测与投资建议

- 考虑原料成本高企以及后续产能投放不确定性，我们下调浮法玻璃和光伏玻璃毛利率，并下调光伏玻璃收入预期。预测 22-24 年 EPS 为 0.75/1.05/1.26 元(原预测 22-24 年 EPS 为 1.19/1.61/2.35 元/股)，参照可比公司，我们认同给予公司 22 年 15X PE，对应目标价为 11.25 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产投资大幅下滑，原材料成本快速提升，新兴业务推进不及预期，光伏玻璃产能投放不及预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,643	14,573	15,413	19,559	22,149
同比增长(%)	3.6%	51.1%	5.8%	26.9%	13.2%
营业利润(百万元)	2,079	4,914	2,357	3,289	3,923
同比增长(%)	31.6%	136.3%	-52.0%	39.6%	19.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,814	4,234	2,025	2,827	3,372
同比增长(%)	34.7%	133.4%	-52.2%	39.6%	19.3%
每股收益(元)	0.68	1.58	0.75	1.05	1.26
毛利率(%)	37.3%	50.2%	28.2%	29.5%	29.9%
净利率(%)	18.8%	29.1%	13.1%	14.5%	15.2%
净资产收益率(%)	20.5%	37.1%	14.0%	17.0%	18.1%
市盈率	14.6	6.3	13.1	9.4	7.9
市净率	2.8	2.0	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年09月28日）	9.89 元
目标价格	11.25 元
52 周最高价/最低价	18.17/9.16 元
总股本/流通 A 股（万股）	268,350/268,350
A 股市值（百万元）	26,540
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2022 年 09 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7.24	-13.18	-20.81	-39.63
相对表现	-0.77	1.29	2.24	-10.04
沪深 300	-6.47	-14.47	-23.05	-29.59



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520030001
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

相关报告

浮法盈利有保障，光伏布局再加码：——	2022-04-10
旗滨集团 2021 年年报点评	
浮法玻璃可适当乐观，新兴业务稳步推进：——2021 年业绩预告点评	2022-02-20
高增业绩符合预期，需求滞后而非消失：——2021 年三季报点评	2021-10-12

盈利预测与投资建议

盈利预测

相比较上篇点评报告，我们对 2022-2024 年盈利预测进行如下调整

- 调整浮法玻璃收入与毛利率。**考虑公司产线冷修节奏较快占用时间较少，且预计部分产线并未转为平板光伏玻璃产线，浮法玻璃销量表现好于预期，价格相对坚挺，我们调整 2022-2024 年浮法玻璃收入为 107.1、107.4、101.7 亿元，（原预测 2022-2024 年收入为 97.3、104.7、104.7 亿元）。同时考虑原料价格大幅上涨，下调对应 2022-2024 年毛利率为 24.2%、26.8%、28.3%（原预测 2022-2024 年毛利率为 42.1%、42.2%、42.2%）。
- 调整节能玻璃收入与毛利率。**考虑节能玻璃产能逐步释放，公司产品销量与价格均好于预期，调整 2022-2024 年节能玻璃收入预期为 35.6、42.8、49.2 亿元（原预测 2022-2024 年收入为 28.0、36.4、43.7 亿元）。浮法玻璃价格下滑也一定程度提升了节能玻璃的盈利空间，调整 2022-2024 年毛利率为 42.5%、42.5%、42.5%（原预测 2022-2024 年毛利率为 40.0%、40.0%、40.0%）。
- 调整物流与其他收入与毛利率。**考虑公司药用玻璃已经开始贡献收入，但目前良率和产销率均较低尚处于亏损状态，后续随着新产能投放以及销售渠道打开，收入水平和毛利率水平均有望提升。调整物流与其他板块收入为 0.32、0.47、0.67 亿元（原预测 2022-2024 年收入为 0.12、0.12、0.12 亿元），调整 2022-2024 年毛利率为-1.4%，18.2%、27.7%（原预测 2022-2024 年毛利率为 30.0%、30.0%、30.0%）。
- 调整电子玻璃收入与毛利率。**参考上半年公司电子玻璃收入与毛利率表现，考虑后续产能投放以及业绩贡献存在不确定性，调整 2022-2024 年电子玻璃收入预期为 2.2、3.4、4.5 亿元（原预测 2022-2024 年电子玻璃收入为 2.8、4.0、5.3 亿元）。调整 2022-2024 年电子玻璃毛利率预期为 35.0%、35.0%、35.0%（原预测 2022-2024 年电子玻璃毛利率为 33.0%、33.0%、33.0%）。
- 调整光伏玻璃收入与毛利率。**我们预计部分浮法玻璃产线并未转化为平板光伏玻璃产线，因此上半年光伏玻璃收入小于预期。综合考虑后续公司追加云南昭通，绍兴等产能建设，以及实际投放的不确定性。调整 2022-2024 年光伏玻璃收入为 8.9、41.6、65.4 亿元（原预测 2022-2024 年收入为 23.1、61.9、156.6 亿元）。参考上半年公司光伏玻璃产品毛利率表现，调整 2022-2024 年光伏玻璃毛利率预期为 17.5%、22.5%、22.5%（原预测 2022-2024 年毛利率为 28.0%、30.0%、32.0%）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元(标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
分产品盈利预测						
浮法玻璃						
销售收入	9,727.2	10,471.4	10,471.4	10,706.5	10,735.0	10,170.0
变动幅度				10.1%	2.5%	-2.9%
毛利率	42.1%	42.2%	42.2%	24.2%	26.8%	28.3%
变动幅度				-17.9%	-15.4%	-13.8%
节能玻璃						

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

销售收入	2,800.0	3,640.0	4,368.0	3,564.0	4,276.8	4,918.3
变动幅度				27.3%	17.5%	12.6%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	42.5%	42.5%	42.5%
变动幅度				2.5%	2.5%	2.5%
物流与其他						
销售收入	11.9	11.9	11.9	31.9	46.9	66.9
变动幅度				168.8%	295.4%	464.1%
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	-1.4%	18.2%	27.7%
变动幅度				-31.4%	-11.8%	-2.3%
电子玻璃						
销售收入	275.0	400.0	530.0	221.0	340.0	450.0
变动幅度				-19.6%	-15.0%	-15.1%
毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	35.0%	35.0%	35.0%
变动幅度				2.0%	2.0%	2.0%
光伏玻璃						
销售收入	2,305.6	6,187.2	15,661.1	890.0	4,159.9	6,544.1
变动幅度				-61.4%	-32.8%	-58.2%
毛利率	28.0%	30.0%	32.0%	17.5%	22.5%	22.5%
变动幅度				-10.5%	-7.5%	-9.5%
销售费用率	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
变动幅度				0.0%	-0.3%	-0.2%
管理费用率	7.5%	6.4%	6.0%	6.5%	6.4%	6.0%
变动幅度				-1.0%	0.0%	0.0%
研发费用率	4.4%	4.4%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
变动幅度				-0.4%	-0.4%	-0.4%
财务费用率	0.9%	0.7%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%
变动幅度				-0.8%	-0.6%	-0.3%
合计						
销售收入合计	15,119.7	20,710.4	31,042.4	15,413.4	19,558.6	22,149.2
变动幅度				1.9%	-5.6%	-28.6%
综合毛利率	39.4%	38.0%	36.6%	28.2%	29.5%	29.9%
变动幅度				-11.3%	-8.5%	-6.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元(标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,119.7	20,710.4	31,042.4	15,413.4	19,558.6	22,149.2
变动幅度				1.9%	-5.6%	-28.6%
营业利润	3,723.5	5,040.7	7,352.7	2,356.6	3,288.8	3,923.5
变动幅度				-36.7%	-34.8%	-46.6%
归属母公司净利润	3,200.2	4,332.3	6,319.5	2,025.5	2,826.7	3,372.1
变动幅度				-36.7%	-34.8%	-46.6%
每股收益（元）	1.19	1.61	2.35	0.75	1.05	1.26
变动幅度				-36.7%	-34.8%	-46.6%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率(%)	39.4%	38.0%	36.6%	28.2%	29.5%	29.9%
变动幅度				-11.3%	-8.5%	-6.7%
净利率(%)	21.2%	20.9%	20.4%	13.1%	14.5%	15.2%
变动幅度				-8.0%	-6.5%	-5.1%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

投资建议

预计 2022-2024 年 EPS 为 0.75/1.05/1.26 元/股, 给予 2022 年 15X PE, 目标价 11.25 元。我们选择其他主营浮法玻璃和光伏玻璃上市公司作为可比公司。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.75/1.05/1.26 元/股(原预测 2022-2024 年 EPS 为 1.19/1.61/2.35 元/股)。可比公司 2022 年平均 PE 为 15X, 我们认可给予公司 2022 年 15X PE, 对应目标价 11.25 元, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表 (截止 2022 年 9 月 28 日)

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
南玻 A	000012.SZ	7.37	0.50	0.70	0.88	1.03	14.8	10.5	8.4	7.2
亚玛顿	002623.SZ	31.78	0.27	0.86	1.50	2.11	117.1	37.0	21.2	15.1
福莱特	601865.SZ	34.18	0.99	1.22	1.76	2.30	34.6	27.9	19.4	14.9
信义玻璃	00868.HK	11.68	2.83	1.73	2.09	2.37	4.1	6.8	5.6	4.9
信义光能	00968.HK	8.41	0.56	0.54	0.75	0.99	15.0	15.6	11.2	8.5
中国玻璃	03300.HK	0.81	0.44	0.25	0.33	0.58	1.8	3.2	2.5	1.4
调整后平均估值							17.1	15.2	11.2	8.9

数据来源: 朝阳永续, 万得, 东方证券研究所

注: A 股可比公司盈利预测数据来自朝阳永续, H 股数据来自万得。中国玻璃、信义玻璃和信义光能股价和 EPS 为港元, 最新价格为 2022 年 9 月 28 日收盘价

风险提示

地产投资大幅下滑。地产产业链占据了超过 70%的玻璃下游需求，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时。在房企拿地已经放缓的情况下，如果施工数据下滑会导致明显拖累地产投资，从而影响玻璃的安装需求。

原料成本快速提升。纯碱目前的总产能虽然处于过剩的状态，但随着欧利产量的提高需求端在还赚，且行业协会协议减产后，供给有望继续收缩。未来纯碱价格依然具备向上的弹性。石油焦是石油工业的副产品，如果未来油价继续上行，将会推高石油焦的价格。

新兴业务推进不及预期。公司主营业务是以浮法玻璃为主。近年来除了光伏玻璃，公司陆续在电子玻璃、药用玻璃等高端领域布局。目前国内电子玻璃和中硼硅药用玻璃市场以海外厂商为主要竞争者，国内厂商并无明显优势。就国内厂商而言，公司也不具备先发优势。在市场空间有限的情况下，需求更多来自国产替代，如果公司产品不具备先发优势则有可能导致新兴业务推进不及预期。

光伏玻璃产能投放不及预期。公司未来有较多光伏玻璃产能建设规划。未来合计在建/拟建产能达到 1.2 万 t/d。目前光伏玻璃行业在位企业都在大规模扩产，在建/拟建产能规模远高于在产产能，政策层面存在收紧的可能性。因此公司光伏玻璃产能建设在指标和批文等环节存在较大变数，是否能顺利投产存在较大不确定性。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	910	4,434	4,648	3,912	4,430
应收票据、账款及款项融资	272	300	317	402	455
预付账款	67	255	270	342	387
存货	1,007	1,966	2,215	2,759	3,106
其他	1,057	1,645	1,131	1,169	1,215
流动资产合计	3,312	8,599	8,581	8,585	9,593
长期股权投资	43	41	44	50	50
固定资产	8,117	8,413	10,051	14,023	17,288
在建工程	1,096	1,368	2,185	1,547	455
无形资产	1,024	1,420	1,383	1,345	1,308
其他	710	1,107	1,137	1,167	1,237
非流动资产合计	10,989	12,349	14,799	18,131	20,337
资产总计	14,302	20,948	23,380	26,716	29,930
短期借款	1,268	495	300	1,048	1,543
应付票据及应付账款	1,044	2,007	1,980	2,265	2,511
其他	1,417	2,027	2,070	2,354	2,621
流动负债合计	3,728	4,529	4,350	5,666	6,675
长期借款	494	1,026	1,026	1,026	1,026
应付债券	0	1,193	1,500	1,500	1,500
其他	566	696	720	820	920
非流动负债合计	1,060	2,915	3,246	3,346	3,446
负债合计	4,788	7,444	7,597	9,013	10,122
少数股东权益	61	158	158	158	158
实收资本（或股本）	2,686	2,686	2,683	2,683	2,683
资本公积	1,908	2,276	2,520	2,520	2,520
留存收益	4,827	8,130	10,156	12,071	14,171
其他	32	254	266	271	276
股东权益合计	9,513	13,505	15,783	17,703	19,808
负债和股东权益总计	14,302	20,948	23,380	26,716	29,930

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,809	4,221	2,025	2,827	3,372
折旧摊销	676	632	490	628	765
财务费用	129	69	13	29	44
投资损失	(2)	(3)	0	0	0
营运资金变动	507	573	(629)	(223)	(26)
其它	(2)	(420)	114	148	136
经营活动现金流	3,118	5,073	2,015	3,408	4,291
资本支出	(1,019)	(1,603)	(3,001)	(4,002)	(3,002)
长期投资	(4)	1	(3)	(6)	0
其他	(98)	(359)	805	5	0
投资活动现金流	(1,120)	(1,961)	(2,199)	(4,003)	(3,002)
债权融资	(1,182)	1,516	365	50	50
股权融资	226	368	242	0	0
其他	(642)	(1,476)	(208)	(192)	(821)
筹资活动现金流	(1,599)	407	399	(142)	(771)
汇率变动影响	3	(3)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	402	3,517	215	(737)	518

利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,643	14,573	15,413	19,559	22,149
营业成本	6,050	7,252	11,074	13,796	15,529
营业税金及附加	126	177	187	237	268
销售费用	87	125	131	166	188
管理费用及研发费用	1,149	2,035	1,618	2,034	2,215
财务费用	129	69	13	29	44
资产、信用减值损失	143	102	144	123	101
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	3	0	0	0
其他	117	98	110	115	120
营业利润	2,079	4,914	2,357	3,289	3,923
营业外收入	5	4	0	0	0
营业外支出	6	6	0	0	0
利润总额	2,078	4,912	2,357	3,289	3,923
所得税	269	690	331	462	551
净利润	1,809	4,221	2,025	2,827	3,372
少数股东损益	(5)	(12)	0	0	0
归属于母公司净利润	1,814	4,234	2,025	2,827	3,372
每股收益（元）	0.68	1.58	0.75	1.05	1.26

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	3.6%	51.1%	5.8%	26.9%	13.2%
营业利润	31.6%	136.3%	-52.0%	39.6%	19.3%
归属于母公司净利润	34.7%	133.4%	-52.2%	39.6%	19.3%
获利能力					
毛利率	37.3%	50.2%	28.2%	29.5%	29.9%
净利率	18.8%	29.1%	13.1%	14.5%	15.2%
ROE	20.5%	37.1%	14.0%	17.0%	18.1%
ROIC	16.9%	30.7%	11.6%	14.2%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	35.5%	32.5%	33.7%	33.8%
净负债率	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.89	1.90	1.97	1.52	1.44
速动比率	0.61	1.46	1.46	1.03	0.97
营运能力					
应收账款周转率	75.8	74.6	59.8	65.0	61.7
存货周转率	7.1	4.9	5.3	5.5	5.3
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.68	1.58	0.75	1.05	1.26
每股经营现金流	1.16	1.89	0.75	1.27	1.60
每股净资产	3.52	4.97	5.82	6.54	7.32
估值比率					
市盈率	14.6	6.3	13.1	9.4	7.9
市净率	2.8	2.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	4.3	8.4	6.1	5.1
EV/EBIT	10.9	4.8	10.2	7.3	6.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn