

短期受供给扰动，关注竣工修复的高度

强于大市 (维持)

——建筑材料行业深度报告

2023年05月08日

行业核心观点:

复盘玻璃制造行业历史业绩，玻璃与地产景气度息息相关，供给端的变化会一定程度影响行业景气高度，但仍需求上升是基础。2023年以来房地产行业销售端持续回暖，1-3月竣工面积高增，在经历多年的销售与竣工剪刀差走阔后，竣工端有望持续修复，在浮法玻璃行业盈利好转下供给有所增加，但影响浮法玻璃基本面关键因素仍在于下游需求端修复情况，建议积极关注地产竣工的修复延续性。

投资要点:

玻璃制造行业业绩跟随地产呈现周期性波动: 玻璃制造行业 2008-2022 年复合增速 10.5%，期间呈现明显周期性波动，其中 2010 年、2017 年和 2021 年营业收入增速达到阶段性高点，三次业绩高增均离不开房地产行业的高景气，其次供给侧改革对玻璃制造上市公司的业绩也起到较大的推动作用。2022 年受地产下行导致需求不足叠加大宗商品价格波动影响，我们统计的玻璃制造企业营业收入增速降至 2.39%，随着供需格局边际改善 2023 年 Q1 营收增速恢复至 18.23%。

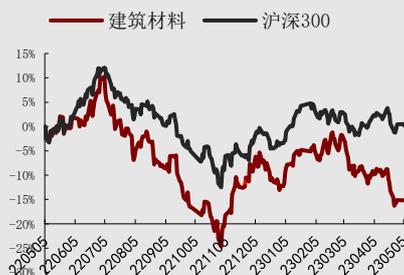
近两年各公司积极拓宽产品品类，平滑业绩周期性: 在“双碳”战略大背景下，各家玻璃制造上市企业积极拓展产品品类，一定程度上平滑了传统玻璃制造的周期性波动。已上市 8 家玻璃制造企业中，南玻 A、金刚光伏、金晶科技、凯盛新能均在 2022 年及 2023 年 Q1 实现营业收入正增长，均得益于积极向新能源相关领域拓展。

浮法玻璃基本面持续修复: 根据卓创资讯，截至 2023 年 4 月 27 日，全国浮法玻璃企业周度库存为 4080 万重量箱，同比下跌 33.20%，连续 8 周下降。浮法玻璃价格自 3 月初底部回升，已经实现同比正增。2023 年 4 月 28 日当周，浮法玻璃-动力煤毛利为 283.97 元/吨，同比上升 263.78%；浮法玻璃-管道气毛利为 380.88 元/吨，同比上升 55.09%。

地产持续修复下有望支撑玻璃行业基本面修复: 2023 年 1-3 月竣工面积同比增长 14.7%，单月增长 32%。政策面，2023 年 4 月政治局会议再次提及“做好保交楼、保民生、保稳定工作”，预计下一阶段保交楼仍是房地产行业政策重要方向之一；房屋建设周期方面，2016 年以来房地产行业销售面积与竣工面积剪刀差扩大，期间新冠疫情爆发以及房地产行业下行进一步影响竣工端追赶的步伐，竣工端的修复有内在必要性；资金面，房地产行业资金面在销售端修复以及融资端政策支持下有望持续改善，对竣工端形成一定支撑。

浮法玻璃盈利修复下供给或有一定扰动: 根据卓创资讯数据，截至 4 月 27 日，全国浮法玻璃生产线共计 307 条，在产 241 条，日熔量共

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

年报业绩利空落地，关注需求边际修复
地产竣工端延续高增，浮法玻璃有望持续修复

浮法玻璃基本面持续修复，建议积极关注

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

计 162980 吨。从月度产能来看，4 月我国浮法玻璃产能为 9643 万重量箱，较 2022 年高位下降 10%。2023 年以来已复产及新点火产线日容量规模达到 6600 吨，较 2022 年下半年增加 13.5%，在浮法玻璃价格上行下供给端有所增加。

风险因素：房地产行业修复不及预期、新增产能超预期、政策端超预期影响等

正文目录

1 玻璃制造行业上市公司历史业绩复盘	5
1.1 业绩呈现周期性波动特点.....	5
1.2 拓宽产品边界，平滑业绩周期性.....	7
1.3 历史毛利率呈周期性波动，近期波动幅度加大.....	7
1.4 期间费用率显著下降，2023 年或有所抬升.....	8
1.5 负债率有所上升，资本性支出提高.....	9
1.6 收付现比处于历史低位，应收账款周转率有所回落.....	10
2 需求回暖下玻璃行业基本面迎来修复期	11
2.1 持续去库存，价格底部反弹.....	11
2.2 成本上行概率低，利润底部回升.....	12
2.3 下游需求回暖，助力行业企稳修复.....	14
2.4 基本面修复下供给有所增加.....	16
3 投资建议与风险提示	17
图表 1: 玻璃制造行业历史营业收入增速情况.....	5
图表 2: 房地产开竣工以及玻璃制造上市企业整体营业收入增速情况 (%).....	5
图表 3: 房地产竣工面积以及玻璃制造行业上市公司整体营业收入单季度增速趋势 (%).....	6
图表 4: 玻璃制造行业上市公司营业利润同比增速 (%).....	6
图表 5: 玻璃制造行业上市公司归母净利润同比增速 (%).....	6
图表 6: 玻璃制造行业上市公司毛利率 (%).....	7
图表 7: 玻璃制造行业上市公司净利率 (%).....	7
图表 8: 玻璃制造行业上市企业季度毛利率趋势 (%).....	8
图表 9: 玻璃制造行业上市公司期间费用率 (%).....	8
图表 10: 玻璃制造行业上市公司各项费用率 (%).....	8
图表 11: 玻璃制造行业上市公司减值损失规模 (亿元).....	9
图表 12: 玻璃制造行业上市公司整体资产负债率.....	9
图表 13: 玻璃制造行业上市公司整体固定资产与在建工程规模.....	9
图表 14: 玻璃制造行业上市公司整体收/付现比.....	10
图表 15: 玻璃制造上市公司净现比.....	10
图表 16: 玻璃制造上市公司应收账款周转率.....	10
图表 17: 全国浮法玻璃周度企业库存 (万重量箱).....	11
图表 18: 5mm 白玻价格年度连续变化 (元/吨).....	11
图表 19: 5mm 白玻价格分年度变化 (元/吨).....	11
图表 20: 2022 年浮法玻璃成本结构.....	12
图表 21: 纯碱价格分年度变化 (元/吨).....	12
图表 22: 纯碱价格 (左轴) 年度连续变化和同比增速 (右轴).....	12
图表 23: 天然气价格分年度变化 (元/平方米).....	13
图表 24: 动力煤价格分年度变化 (元/吨).....	13
图表 25: 浮法玻璃-动力煤日度毛利 (元/吨).....	13
图表 26: 浮法玻璃-管道气日度毛利 (元/吨).....	13
图表 27: 浮法玻璃下游应用领域结构情况.....	14
图表 28: 房地产行业销售面积与销售金额当月同比增速.....	14

图表 29: 房地产开竣工增速 (%)	15
图表 30: 房地产行业销售面积与竣工面积剪刀差 (万平)	15
图表 31: 房地产行业到位资金增速 (%)	16
图表 32: 浮法玻璃月度产能情况 (万重量箱)	16
图表 33: 在产产能时间分布	16
图表 34: 2023 年潜在新点火产能情况	17
图表 35: 玻璃制造行业部分个股估值情况 (%)	17

1 玻璃制造行业上市公司历史业绩复盘

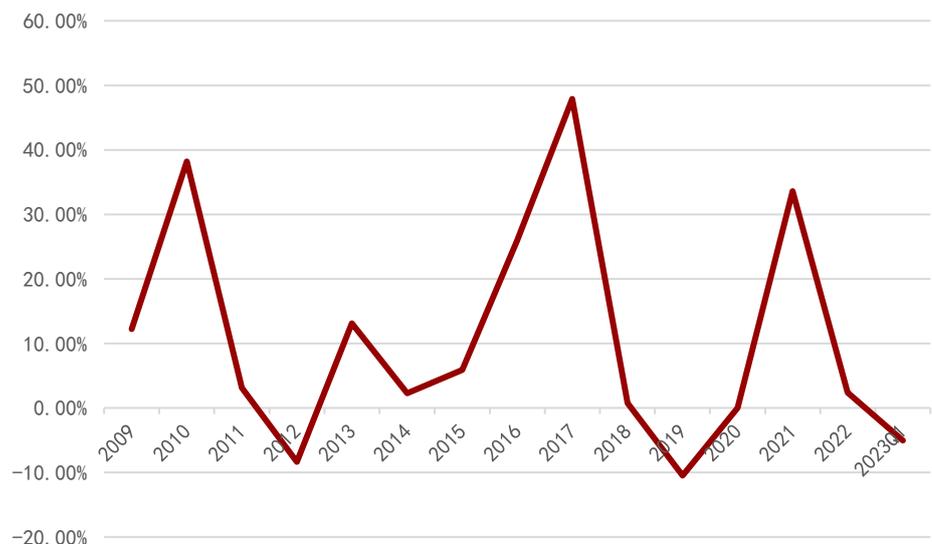
我们以申万行业分类(2021)中建筑材料行业-玻璃玻纤-玻璃制造行业中8只核心个股历史业绩整理分析如下:

1.1 业绩呈现周期性波动特点

玻璃制造行业营收增速跟随地产呈现周期性波动。玻璃制造行业2008-2022年复合增速10.5%，期间呈现明显周期性波动，2010、2017、2021年营业收入增速达到阶段性高点，①2009-2010年玻璃行业业绩大幅提升主要是受益于房地产行业快速上涨，2010年房地产新开工同比增速达到40.7%，竣工面积同比增速达到4.5%；②2011-2012年受房地产行业调控影响以及行业产能过剩加剧，行业整体表现较差；2013年行业化解过剩产能工作持续推进，地产需求回暖带动玻璃价格回升，玻璃制造企业业绩有所回升；2014-2015年下游需求不足导致玻璃制造行业业绩表现较弱，2014-2015年房地产行业竣工增速分别为5.9%和-6.9%，新开工增速分别为-10.7%和-14%；③2016-2017年玻璃行业业绩大幅提升主要受益于供给侧改革、“化解过剩产能”进程持续推进，同时房地产行业景气度较高，玻璃行业整体的供需格局改善；④2018-2019年浮法玻璃行业持续深化供给侧改革，2017年后房地产销售与竣工之间的剪刀差持续扩大，对玻璃行业需求形成一定压制，此外，2020年上半年受新冠疫情影响下游需求不足，玻璃制造企业业绩增速显著放缓；⑤2021年玻璃制造企业业绩大幅增长主要是受益于上半年地产行业高景气以及汽车行业景气回升，下半年需求下降以及原材料价格高位运行行业景气度下降。

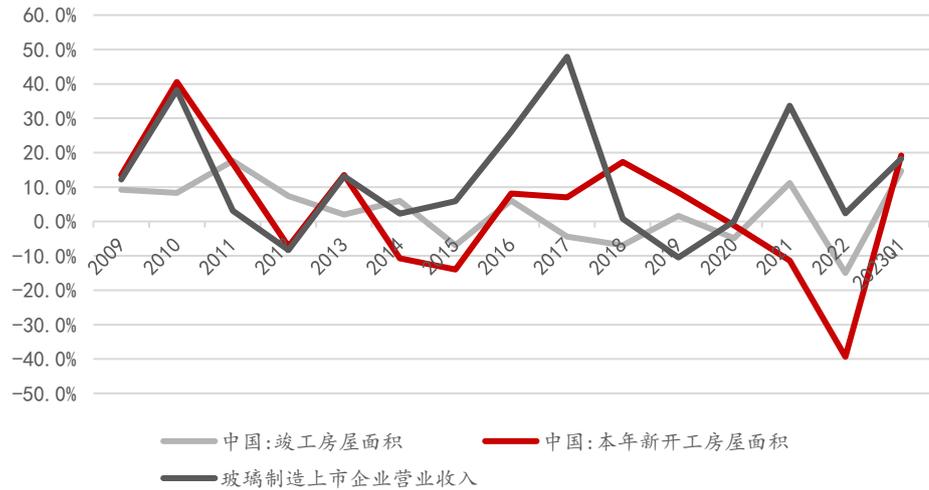
2023年Q1玻璃制造行业营收增速有所回升。受地产下行导致需求不足叠加大宗商品价格波动影响，2022年我们统计的玻璃制造企业营业收入增速降至2.39%，随着供需格局边际改善2023年Q1营收增速恢复至18.23%。

图表1: 玻璃制造行业历史营业收入增速情况



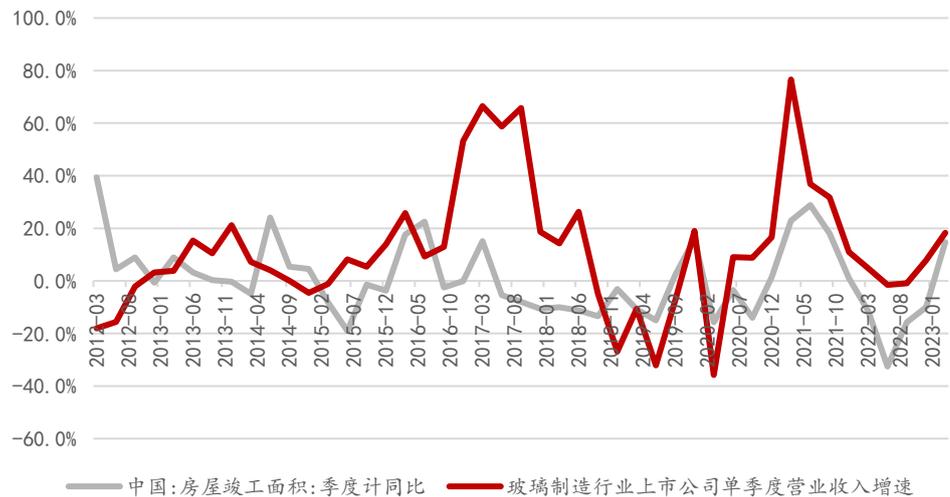
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表2: 房地产开竣工以及玻璃制造上市企业整体营业收入增速情况 (



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表3: 房地产竣工面积以及玻璃制造行业上市公司整体营业收入单季度增速趋势 (%)

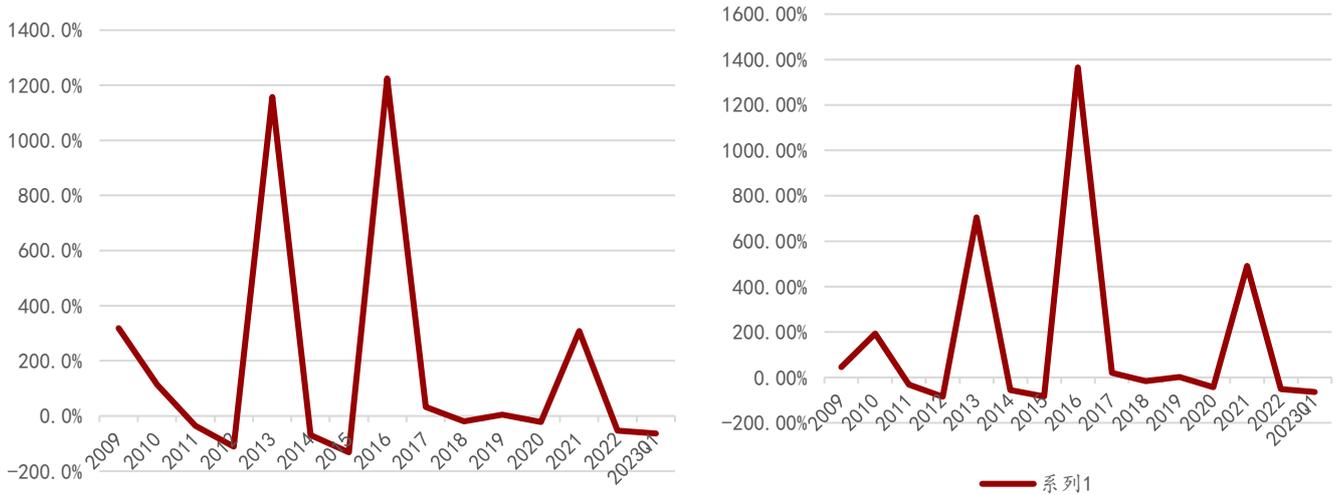


资料来源: wind, 万联证券研究所

2022年以及2023年Q1已上市玻璃制造企业利润方面整体下滑。2022年上市玻璃制造企业营业利润规模合计为41.01亿元, 同比-53.6%, 2023年Q1营业利润为5.36亿元, 同比-63.5%。归母净利润方面, 我们统计的上市玻璃制造企业2022年同比-51.16%, 2023年Q1同比-63.73%。

图表4: 玻璃制造行业上市公司营业利润同比增速 (%)

图表5: 玻璃制造行业上市公司归母净利润同比增速 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

1.2 拓宽产品边界, 平滑业绩周期性

尽管2022年上市玻璃制造企业整体业绩呈现明显的周期性下滑,但是各家企业在“双碳”战略大背景下,积极拓展产品品类,一定程度上平滑了传统玻璃制造行业业绩周期性波动性。已上市8家玻璃制造企业中,南玻A、金刚光伏、金晶科技、凯盛新材均在2022年及2023年Q1实现营业收入正增长,其中金刚光伏和凯盛新材均完成了传统玻璃制造向新能源领域的业务转型,两家公司2022年营收增速分别达到62.75%和39.51%,2023年Q1分别为130.45%和41.75%,2022年营业利润增速分别为82.8%和28.8%,归母净利润增速分别为33.64%和54.59%。另,南玻A业绩增长主要也是来自光伏业务的增量贡献,金晶科技受益于纯碱业务高景气度业绩表现相对较好。

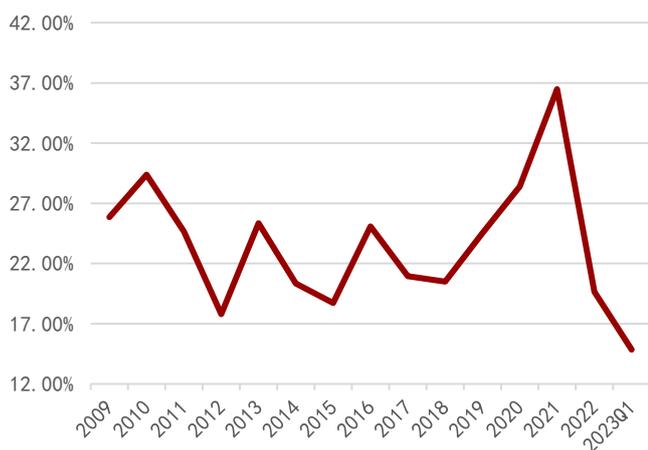
1.3 历史毛利率呈周期性波动, 近期波动幅度加大

上市玻璃制造企业历史毛利率呈规律性周期波动,2021年起整体波动范围扩大。我们统计的8家上市玻璃制造企业2009-2020年间毛利率波动范围介于17%-30%之间,受地产周期及原材料价格波动呈现明显的周期性特点,2021年受供需关系明显改善,玻璃价格显著上涨,板块整体毛利率水平达到36.48%。2022年受疫情及地产等多方因素影响,玻璃价格持续回落,毛利率回落至19.65%。

2023年Q1毛利率环比表现企稳。2023年Q1玻璃制造上市企业毛利率14.85%,环比2022年Q4的14.74%,略有提升,在地产回暖以及原材料价格回落的背景下,出现企稳迹象。

图表6: 玻璃制造行业上市公司毛利率 (%)

图表7: 玻璃制造行业上市公司净利率 (%)

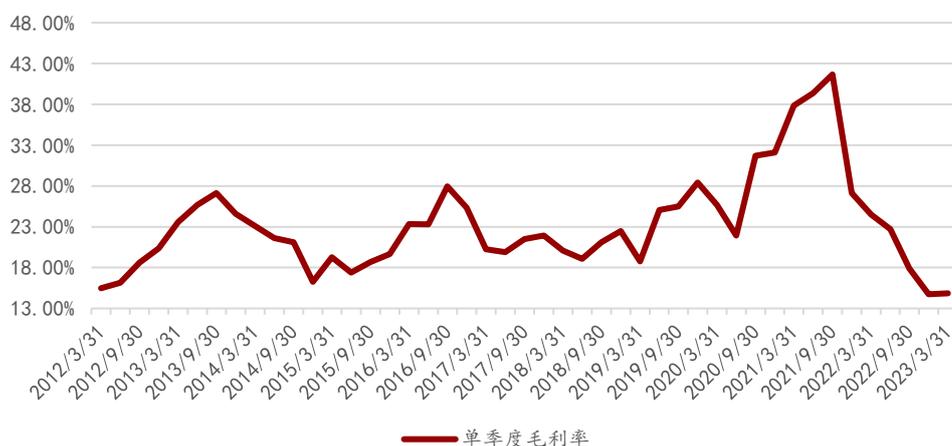


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表8：玻璃制造行业上市企业季度毛利率趋势（%）



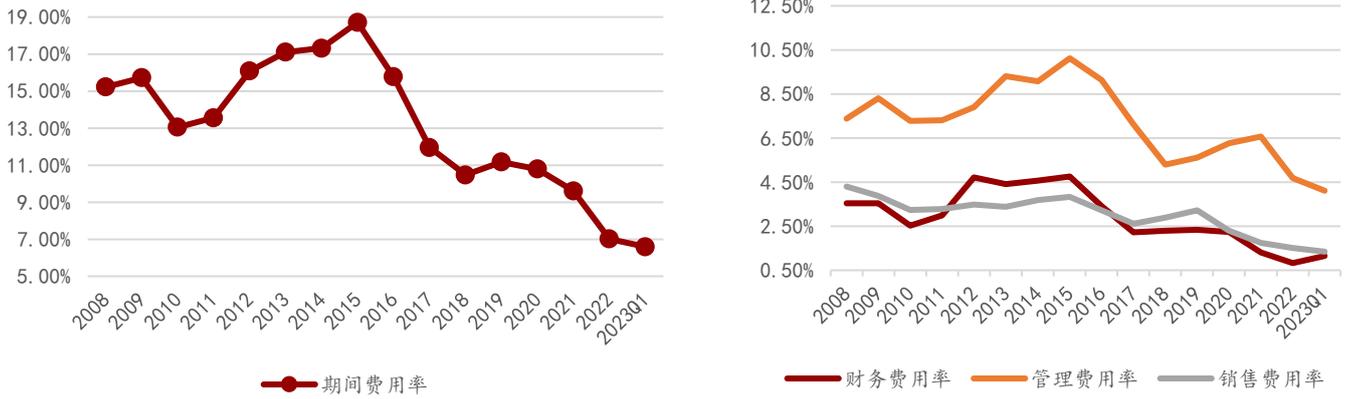
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

1.4 期间费用率显著下降，2023 年或有所抬升

疫情期间企业活动受限，期间费用率进一步走低，2023年预计或有所抬升。我们统计的8家上市玻璃制造企业期间费用率持续走低，尤其是疫情三年间期间费用率再下一个台阶，随着疫情管控放松下，预计2023年期间费用率或有所抬升。

图表9：玻璃制造行业上市公司期间费用率（%）

图表10：玻璃制造行业上市公司各项费用率（%）

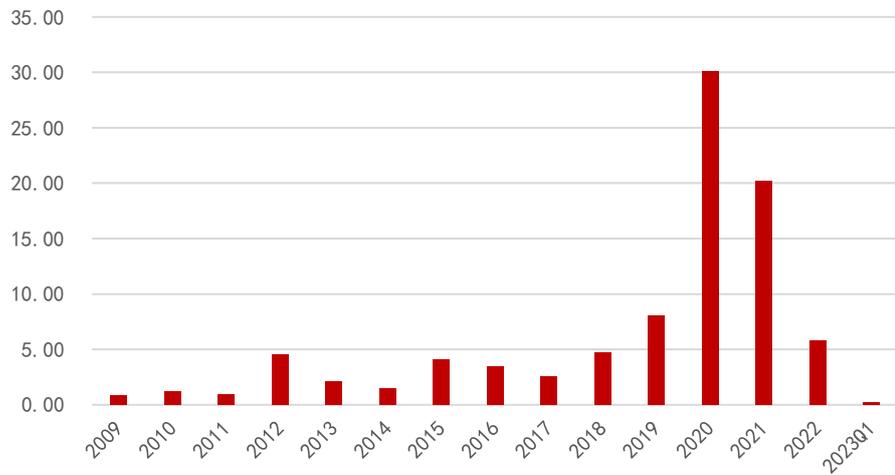


资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

受三峡新材与南玻A两只个股影响2020-2021年玻璃制造行业上市企业资产/信用减值规模显著增加。我们统计的8家玻璃制造上市公司2020-2021年计提资产/信用减值损失分别为30.12亿元和20.19亿元，较疫情前显著增加，具体到各家公司来看，主要是三峡新材在2020年移动互联网终端及服务板块计提了近20亿元的资产/信用减值损失，此外，南玻A在2019-2021年间整体的资产/信用减值损失增加较多。

图表11：玻璃制造行业上市公司减值损失规模（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

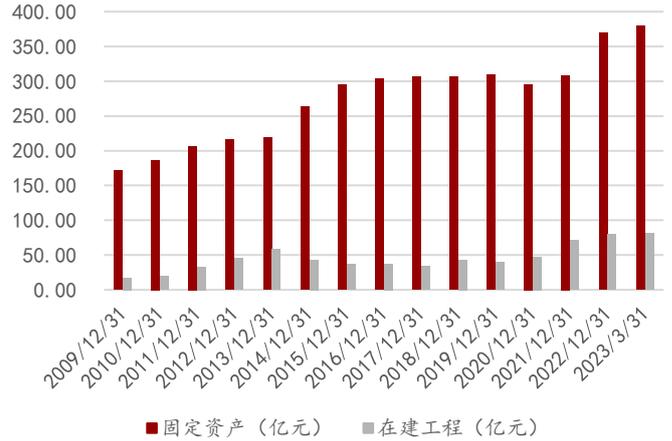
1.5 负债率有所上升，资本性支出提高

光伏玻璃等新能源相关领域产能扩张，资本支出和负债率提升。我们统计玻璃制造行业上市企业整体资产负债率自2015年持续下降，预计主要是受供给侧改革影响，期间固定资产与在建工程规模收缩，2021年后负债率出现明显上升，资本性支出增加，在建工程与固定资产增加明显，预计主要是企业拓宽产品品类，布局光伏玻璃等新能源等相关领域所致。

图表12：玻璃制造行业上市公司整体资产负债率 : 玻璃制造行业上市公司整体固定资产与在建工程规模



资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

1.6 收付现比处于历史低位, 应收账款周转率有所回落

收现比与净现比明显下降, 应收账款周转率回落: 我们统计的8家玻璃制造行业上市公司2022年和2023Q1收现比为87.8%和71.5%, 2022年净现比为1倍, 2023Q1经营活动现金流量净额整体为负, 收现比与净现比均处于历史低位, 预计随着下游需求逐渐好转有望回升。2022年玻璃制造行业上市公司应收账款周转率为11.31, 较2021年下降1.72。

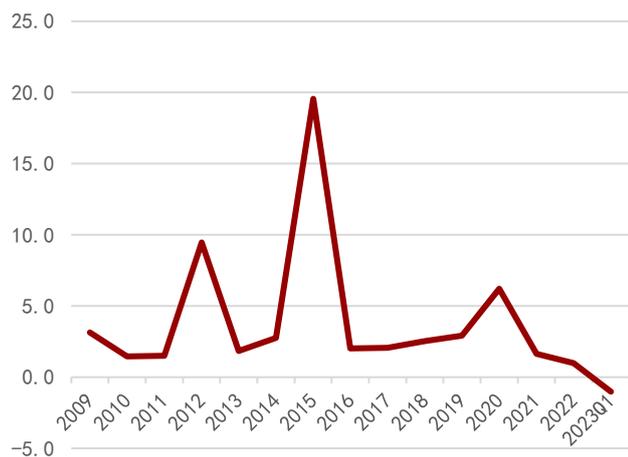
图表14: 玻璃制造行业上市公司整体收/付现比



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表15: 玻璃制造上市公司净现比

图表16: 玻璃制造上市公司应收账款周转率



资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

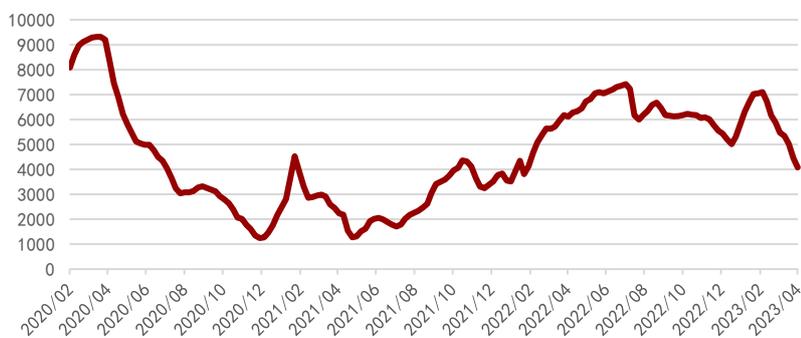
2 需求回暖下玻璃行业基本面迎来修复期

2.1 持续去库存, 价格底部反弹

浮法玻璃库存连续8周下降。根据卓创资讯数据显示, 截至2023年4月27日, 全国浮法玻璃企业周度库存为4080万重量箱, 同比下跌33.20%, 连续8周下降。

浮法玻璃价格底部回升, 已经实现同比正增。根据卓创资讯数据显示, 截至2023年4月28日, 5mm浮法玻璃日度均价为2179.94元/吨, 同比上升6.25%, 自3月初持续上涨。

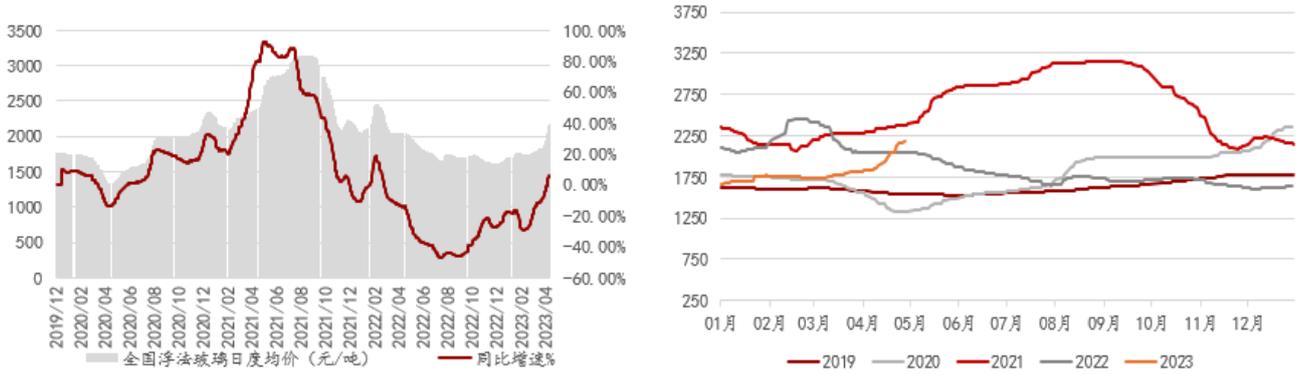
图表17: 全国浮法玻璃周度企业库存 (万重量箱)



资料来源: 卓创资讯, 万联证券研究所

图表18: 5mm白玻价格年度连续变化 (元/吨)

图表19: 5mm白玻价格分年度变化 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

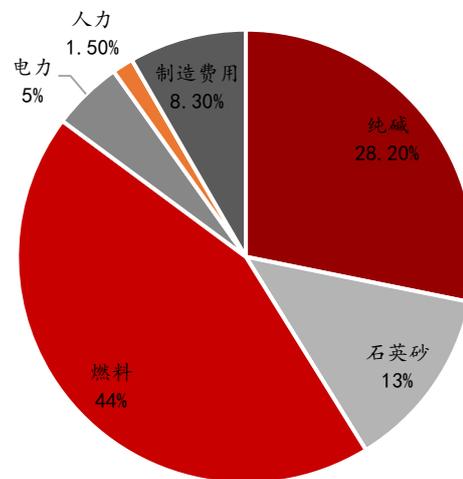
资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

2.2 成本上行概率低，利润底部回升

浮法玻璃生产中，成本以原料和燃料为主，纯碱、煤炭、天然气对浮法玻璃成本影响最大。根据产业信息网数据显示，2022年浮法玻璃成本中纯碱占比达到28.2%，燃料占比44%，石英砂占比13%。

2023年以来纯碱价格维持稳中有降趋势。2023年4月28日当周，纯碱(轻质纯碱)价格为2550.83元/吨，同比下跌7.97%，自2022年高位下跌14.3%。

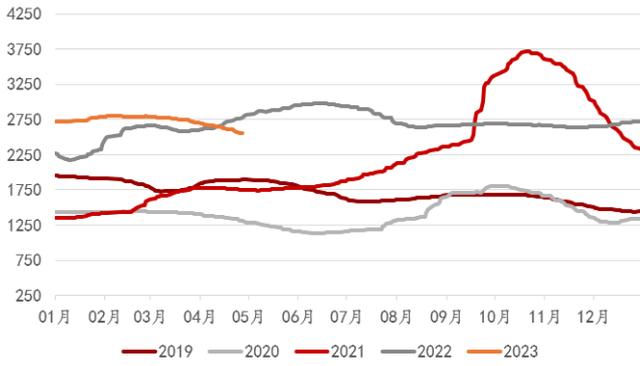
图表20: 2022年浮法玻璃成本结构



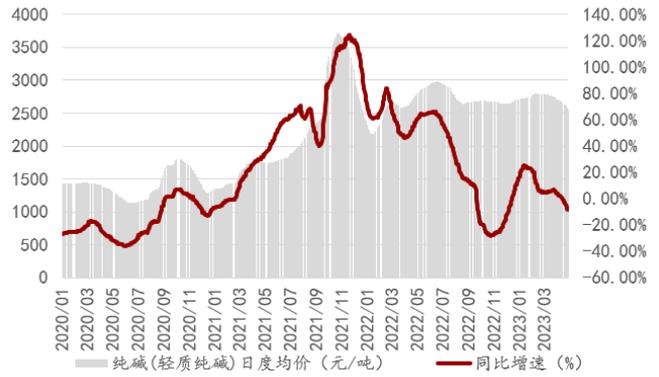
资料来源：产业信息网，万联证券研究所

图表21: 纯碱价格分年度变化 (元/吨)

图表22: 纯碱价格 (左轴) 年度连续变化和同比增速 (右轴)



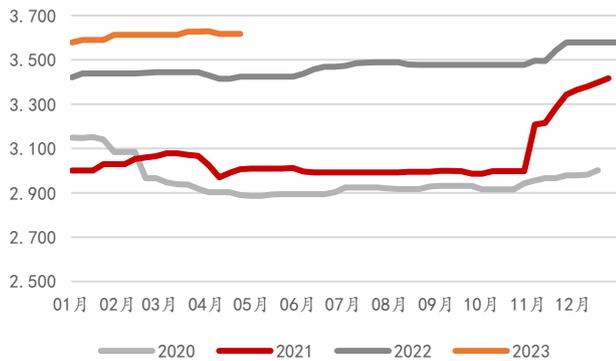
资料来源：卓创资讯，万联证券研究所



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

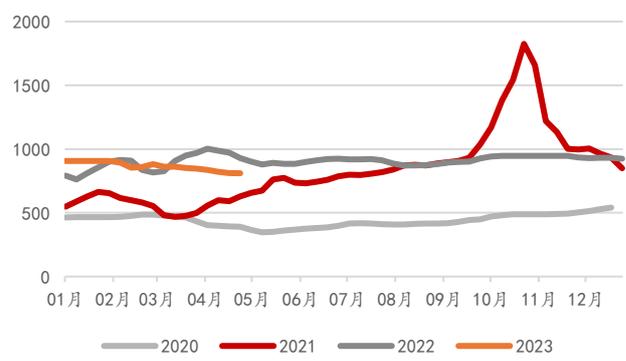
燃料价格维持高位。2023年4月29日当周，36城市天然气(工业)价格为3.617元/平方米，同比上升5.62%。2023年4月29日当周，动力煤价格为810.2元/吨，同比下降10.07%。

图表23: 天然气价格分年度变化(元/平方米)



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

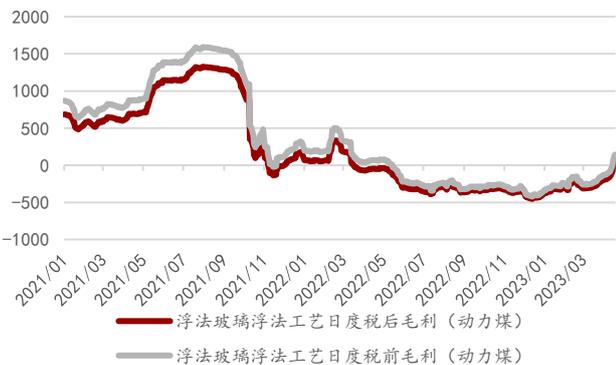
图表24: 动力煤价格分年度变化(元/吨)



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

浮法玻璃行业盈利大幅改善。根据卓创资讯数据显示，2023年4月28日当周，浮法玻璃-动力煤毛利为283.97元/吨，同比上升263.78%；浮法玻璃-管道气毛利为380.88元/吨，同比上升55.09%。

图表25: 浮法玻璃-动力煤日度毛利(元/吨)



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

图表26: 浮法玻璃-管道气日度毛利(元/吨)



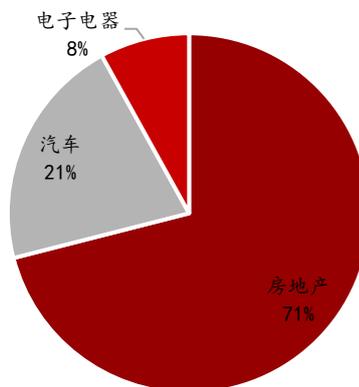
资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

2.3 下游需求回暖，助力行业企稳修复

浮法玻璃的应用终端领域包含房地产、汽车、电子电器、出口等，其中房地产占比在70%以上，汽车领域占比在20%左右，房地产和汽车的景气度对浮法玻璃行业的景气度起到决定性影响。

房地产领域相关的建筑玻璃主要应用于幕墙工程和门窗工程，属于施工阶段的装饰装修工程，位于主体封顶之后，竣工验收之前，一般主体封顶到建筑工程竣工验收需耗费约6个月，因此使用房屋竣工面积预测当年建筑玻璃需求，而房地产销售和新开工都属于玻璃行业领先指标。

图表27：浮法玻璃下游应用领域结构情况

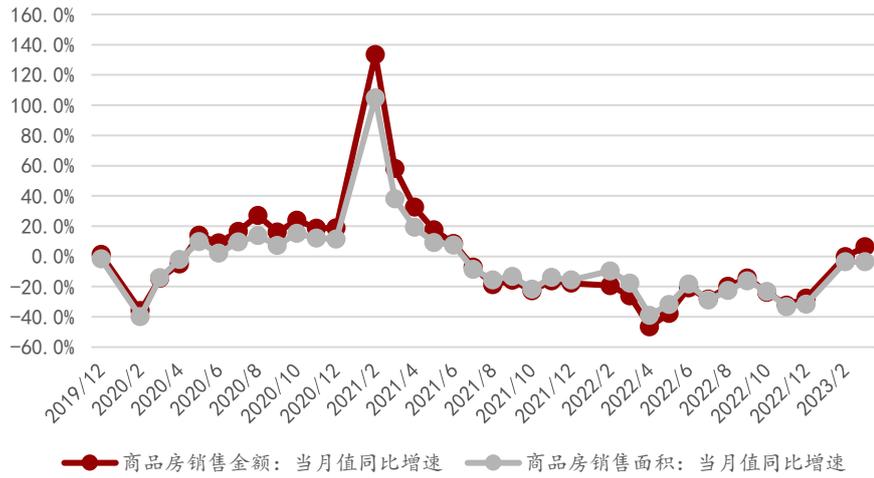


资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

2023年以来房地产销售整体回暖，有望持续传导至开工竣工端。根据国家统计局公布数据，2023年1-3月房地产行业销售面积和销售金额同比变动-1.8%和+4.1%，3月单月销售面积和销售金额同比增速为-3.46%和6.34%，房地产行业销售金额增速自2021年下半年以来首次单月转正。此外，房地产二手房市场成交持续火热，有望带动装修相关建材的需求。

2023年以来房地产竣工端增速持续提升。在“保交楼”相关政策发力下竣工端延续增长，2023年1-3月竣工面积同比增长14.7%，单月增长32%。政策面，2023年4月政治局会议再次提及“做好保交楼、保民生、保稳定工作”，预计下一阶段保交楼仍是房地产行业政策重要方向之一；房屋建设周期方面，2016年以来房地产行业销售面积与竣工面积剪刀差明显扩大，期间新冠疫情爆发以及房地产行业下行进一步影响竣工端追赶的步伐，竣工端的修复有内在必要性；资金面，房地产行业资金面在销售端修复以及融资端政策支持下有望持续改善，对竣工端形成一定支撑。

图表28：房地产行业销售面积与销售金额当月同比增速



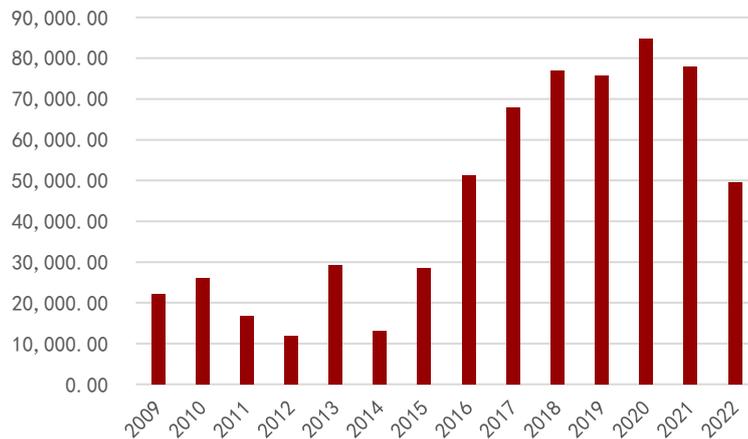
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29: 房地产开工竣工增速 (%)



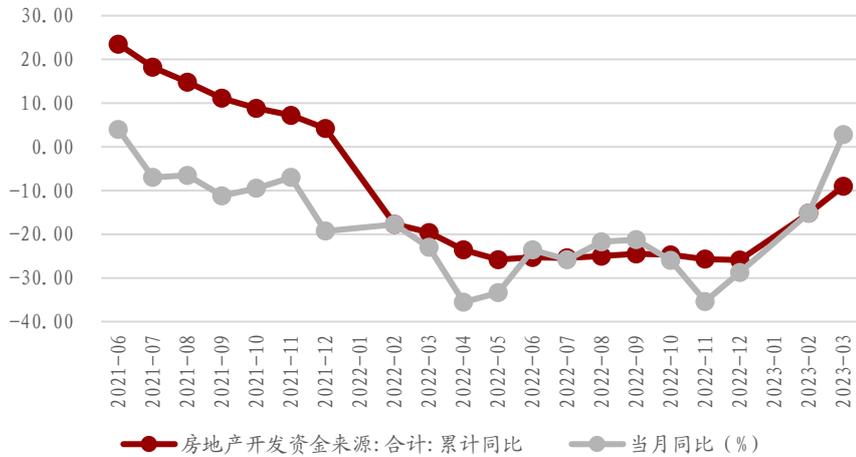
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30: 房地产行业销售面积与竣工面积剪刀差 (万平)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表31: 房地产行业到位资金增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

2.4 基本面修复下供给有所增加

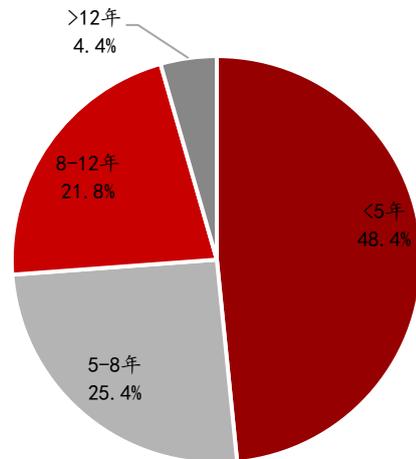
产能较2022年高位已下降10%。根据卓创资讯数据,截至4月27日,全国浮法玻璃生产线共计307条,在产241条,日熔量共计162980吨。从月度产能来看,4月我国浮法玻璃产能为9643万重量箱,较2022年高位下降10%。

2023年以来复产及新点火产线有所增加,浮法玻璃基本面持续走强或带来供给端的增加。根据卓创资讯数据,截至4月27日,2023年已复产及新点火产线日容量规模达到6600吨,较2022年下半年增加13.5%,在浮法玻璃价格上行下供给端有所增加。根据卓创资讯,截至4月27日,2023年在建/已建产线日容量达到11220吨。

图表32: 浮法玻璃月度产能情况 (万重量箱)



图表33: 在产产能时间分布



资料来源: 卓创资讯, 万联证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 万联证券研究所

图表34: 2023年潜在新点火产能情况

生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	进展
河北正大玻璃有限公司	一线	850	在建
秦皇岛奥华玻璃有限公司	奥华一线	920	已建成
湖南雁翔湘实业有限公司	电子线	600	在建
江西透光陶瓷新材料有限公司	一线	1200	在建
福建连江瑞玻有限公司	连江二线	800	在建, 视行情点火
福建龙泰实业有限公司	二线	600	基本完工, 计划5月份点火
信义(江门)玻璃有限公司	鹤山一线	900	在建, 产能指标来源于蓬江信义
	鹤山二线	950	在建, 产能指标来源于蓬江信义
耀华(宜宾)玻璃有限公司	威力斯二线	600	在建, 视行情点火
信义玻璃控股有限公司	一线	700	在建
	二线	700	在建
贵州海生实业集团有限公司	凯里一线	700	在建
信义玻璃(营口)有限公司	营口三线	800	基本完工, 点火待定
内蒙古博源迎新科技有限公司	二线	900	在建, 计划5月下旬点火

资料来源: 卓创资讯, 万联证券研究所

3 投资建议与风险提示

复盘玻璃制造行业历史业绩, 玻璃与地产景气度息息相关, 供给端的变化会一定程度影响行业景气高度, 但仍需求上升是基础。2023年以来房地产行业销售端持续回暖, 1-3月竣工面积高增, 在经历多年的销售与竣工剪刀差走阔后, 竣工端有望持续修复, 在浮法玻璃行业盈利好转下供给有所增加, 但影响浮法玻璃基本面关键因素仍在于下游需求端修复情况, 建议积极关注地产竣工的修复延续性。

图表35: 玻璃制造行业部分个股估值情况 (%)

证券简称	营业收入(亿元)		营收增速(%)		归母净利润(亿元)		归母净利润增速(%)		PE(2023)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
南玻 A	178.2	208.1	17.3	16.7	24.5	28.8	20.2	17.7	8.2
金晶科技	88.2	106.5	18.2	20.8	7.6	10.8	114.1	42.1	15.5
凯盛新能	76.9	117.0	52.8	52.2	5.4	9.0	32.4	66.3	21.8
旗滨集团	174.0	227.9	30.7	31.0	22.0	30.8	66.7	40.3	12.6

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2023年5月3日

风险因素：房地产行业修复不及预期、新增产能超预期、政策端超预期影响等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

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。本报告中的信息或所表述的意见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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场