



2017年11月26日

## 买入(首次评级)

当前价: 5.63 元  
 目标价: 6.63 - 7.65 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
 电话: 0755-83331495  
 邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

| 百万元    | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入   | 6961 | 7975  | 9409  | 10373 |
| (+/-)  | 35%  | 15%   | 18%   | 10%   |
| 净利润    | 835  | 1102  | 1360  | 1597  |
| (+/-)  | 387% | 32%   | 23%   | 17%   |
| EPS(元) | 0.31 | 0.41  | 0.51  | 0.6   |
| P/E    | 17.9 | 13.6  | 10.9  | 9.3   |

资料来源: 联讯证券研究院

## 旗滨集团(601636.SH)

# 【联讯建材公司深度】旗滨集团(601636): 从原片巨头向深加工龙头迈进

### 投资要点

#### 玻璃供给在环保高压、冷修等因素下将进一步收缩

房地产投资 2018 年预计仍有望保持低位 (3-5%) 的增长, 需求端总体平稳; 而从供给端来看, 玻璃原片未来两年新建产能几乎没有增长, 排污许可证制度 18 年初执行、行业排放标准明年中面临提升、冷修高峰来临等因素可能造成明年供给出现 10-20% 的收缩, 由此将导致玻璃行业供需格局显著改变, 我们判断玻璃价格将保持高位震荡甚至在某些时点继续上行。

#### ◇ 供给收缩不利于纯碱价格继续上行, 行业毛利率有改善空间

我们的测算显示, 纯碱价格每变动 100 块钱/吨, 玻璃成本变动 1.1 元/重量箱, 石油焦价格每变动 200 元/吨, 玻璃成本变动 2 元/重量箱。11 月以来, 由于沙河地区 9 条生产线关停, 产能受到冲击, 纯碱需求受到影响, 玻璃企业对纯碱企业的议价能力增强, 纯碱价格有望回落, 随着明年玻璃产能的进一步缩减, 纯碱价格继续大幅上涨可能几乎不可能, 行业毛利率有改善空间。

#### ◇ 转型升级战略持续推进, 积极布局深加工延伸产业链

相较于玻璃原片, 玻璃深加工行业利润率更为稳定, 早在 2015 年, 旗滨集团就提出转型升级战略, 开始布局转型深加工, 2015 年由新加坡旗滨以增资扩股方式, 投资 10,140 万新台币取得拥有电致变色玻璃核心技术的台湾泰特博 48.63% 股权; 2016 年公司投资建设郴州光伏玻璃基地, 预计将于 18 年投产; 公司还于今年董事会换届聘请了 3 位原南玻高管到公司任职, 转型决心可见一斑。

#### ◇ 借“一带一路”政策东风, 积极拓展海外市场

旗滨集团抓住“一带一路”历史机遇, 提出海外战略, 于 2014 年在马来西亚投资建厂, 未来将依托马来西亚, 覆盖到东盟所有国家。2017 年 3 月, 马来西亚新建的浮法生产线投产, 产能 700T/D, 对于今年产能总量的贡献约为 4 个月, 而明年能够达到满产, 对明年贡献约 6-8% 的产能增量。

#### ◇ 风险提示: 玻璃价格大幅下跌; 新线投产不及预期; 转型进度不及预期

#### ◇ 盈利预测及投资评级

预计公司 2017-19 年收入分别为 79.75、94.09 和 103.73 亿元, 同比分别增加 14.6%、18.0% 和 10.3%, 净利润分别为 11.02、13.60 和 15.97 亿元, 同比分别增长 32.0%、23.4% 和 17.4%。EPS 分别为 0.41、0.51 和 0.60 元, 对应的 PE 为 14/11/9x。未来两年较好的供需格局下玻璃价格有望高位震荡, 为公司向深加工转型赢得时间, 而转型一旦成功, 公司估值有望向福耀、南玻看齐, 我们按照 18 年 13-15 倍 PE, 合理估值 6.63-7.65 元, 给予“买入”评级



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 79.75、94.09 和 103.73 亿元，同比分别增加 14.6%、18.0%和 10.3%，净利润分别为 11.02、13.60 和 15.97 亿元，同比分别增长 32.0%、23.4%和 17.4%。EPS 分别为 0.41、0.51 和 0.60 元，对应的 PE 分别为 14/11/9x。公司目前正在向深加工转型，未来估值有望持续提升，我们按照 18 年 13-15 倍 PE，合理估值 6.63-7.65 元，给予“买入”评级。

### 主要逻辑

我们认为玻璃行业未来两年需求端平稳而供给端有望收缩，由此导致玻璃价格高位震荡甚至在部分时候进一步上行。

需求端看，房地产投资 2018 年预计仍有望保持低位（3-5%）的增长，汽车需求亦能保持稳定，需求端总体平稳；

而从供给端来看：

- 1、受政策限制、行业发展形势等原因玻璃原片未来两年新建产能几乎没有增长，而目前处于冷修状态的 33 条生产线最多三分之一复产；
- 2、排污许可证制度 18 年初执行、今年 11 月以来，沙河已经因排污许可证关闭 9 条生产线，目前全国范围内约 10% 左右企业未能拿到许可证，未来有可能继续关停；
- 3、行业排放标准明年中面临提升，目前在产部分产能使用并非清洁能源，未来如果排放不达标，仍有部分产能可能因此关停；
- 4、2009-2013 年点火高峰的生产线目前已到冷修期，我们统计未来两年将有 40-50 条生产线进入冷修，冷修高峰来临等因素可能造成明年供给出现 10-20%的收缩，由此将导致玻璃行业供需进一步失衡。

我们认为本轮玻璃价格上涨与过去不同之处在于，未来玻璃行业的毛利率有改善可能，我们的测算显示，纯碱价格每变动 100 块钱/吨，玻璃成本变动 1.1 元/重量箱，石油焦价格每变动 200 元/吨，玻璃成本变动 2 元/重量箱。由于近期及未来玻璃价格的上行主要是受供给端的影响而不是需求端，纯碱价格继续上行的可能性较小。11 月以来，由于沙河地区 9 条生产线关停，产能受到冲击，纯碱需求受到影响，玻璃企业对纯碱企业的议价能力增强，纯碱价格有望回落，随着明年玻璃产能的进一步缩减，纯碱价格继续大幅上涨可能几乎不可能，行业毛利率有改善空间。

从公司层面看，旗滨集团目前正处于转型升级时期，未来两年可能坚挺的玻璃价格给公司的转型升级赢得时间。中短期来看，由于海外生产线投产、冷修复产等因素将导致公司 18 年产能有 15%左右增量，19 年亦有增长；长期来看，两年之后深加工产能可能将占到公司总产能超过 30%，公司的产品结构进一步优化，产品价格、毛利率都有提升空间，而公司估值也有望向福耀、南玻靠拢。

### 关键假设点

假设一：公司明年产能将有一定增长（马来产线明年贡献全年，两条技改线明年贡献全年，郴州线明年贡献至少一个季度）；

假设二：明年上半年玻璃价格较今年有所上涨；

假设三：明年上半年纯碱价格高于今年，下半年低于今年，整体较今年有所上涨，和燃料价格较今年有所上涨；

假设四：2018 年公司深加工产能较当前明显增加，带动公司均价上行。



## 股价上涨的催化剂

玻璃价格继续上涨；

纯碱价格回落；

公司新产品推出并获得良好市场反应；

公司业绩超预期。

## 核心风险提示

玻璃价格大幅下跌；新线投产不及预期；转型进度不及预期。



## 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 投资案件.....                         | 2  |
| 投资评级与估值.....                      | 2  |
| 主要逻辑.....                         | 2  |
| 关键假设点.....                        | 2  |
| 股价上涨的催化剂.....                     | 3  |
| 核心风险提示.....                       | 3  |
| 全球最大的玻璃原片生产企业.....                | 7  |
| 收入以玻璃原片为主.....                    | 7  |
| 公司目前已经是全球最大的玻璃原片生产企业.....         | 8  |
| 供给端收缩支撑玻璃价格，且利于行业毛利率上行.....       | 9  |
| 供给端：新建产能有限，而环保、冷修将造成现有产能继续收缩..... | 9  |
| 新建产能几可忽略.....                     | 9  |
| 明后年将有多条产线进入冷修期，进一步压缩供给.....       | 10 |
| 环保趋严，现有在产产能或进一步收缩.....            | 11 |
| 需求端：房地产投资新开工均正增长，需求有望保持平稳.....    | 12 |
| 房地产投资新开工保持正增长.....                | 12 |
| 汽车增速放缓，但仍有增长.....                 | 12 |
| 纯碱价格有望伴随产能收缩而下行，行业毛利率有改善空间.....   | 13 |
| 积极转型升级布局玻璃深加工.....                | 14 |
| 转型深加工成为玻璃行业转型趋势.....              | 14 |
| 玻璃深加工盈利能力较玻璃原片生产更为稳定.....         | 15 |
| 玻璃深加工行业利润率稳定.....                 | 15 |
| 转型深加工纵向延伸产业链.....                 | 16 |
| 布局太阳能光伏发电玻璃.....                  | 17 |
| 抓住冷修复产机遇技改布局电子玻璃.....             | 17 |
| 引入南玻团队，促进自身技术管理水平提升.....          | 18 |
| 积布局一带一路，极拓展海外市场.....              | 18 |
| 马来西亚市场潜力巨大.....                   | 18 |
| 内部挖潜提升企业竞争力.....                  | 20 |
| 精细化管理降低财务费用.....                  | 20 |
| 股权激励调动核心成员积极性.....                | 20 |
| 大股东发行可交债对上市公司提供资金支持.....          | 21 |
| 盈利预测及投资评级.....                    | 22 |
| 核心风险提示.....                       | 22 |

## 图表目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 图表 1：旗滨营业收入构成及变化.....     | 7 |
| 图表 2：各项业务毛利率构成及变化(%)..... | 7 |
| 图表 3：营业收入分地区占比.....       | 7 |



|  |    |
|--|----|
| 图表 4: 旗滨集团历年产能变化.....                    | 8  |
| 图表 5: 2017 年龙头企业日熔量对比.....               | 8  |
| 图表 6: 龙头企业营业收入对比 (亿元).....               | 9  |
| 图表 7: 龙头企业净利润对比 (亿元).....                | 9  |
| 图表 8: 浮法玻璃价格.....                        | 9  |
| 图表 9: 平板玻璃产量 (万重量箱).....                 | 9  |
| 图表 10: 2017 年新建在建产线.....                 | 10 |
| 图表 11: 现有玻璃生产线数量.....                    | 10 |
| 图表 12: 每年投产浮法玻璃产线数量.....                 | 10 |
| 图表 13: 11 月以来因环保关停的 9 条沙河生产线.....        | 11 |
| 图表 14: 玻璃行业主要下游需求.....                   | 12 |
| 图表 15: FAI 新开工保持增长(亿元).....              | 12 |
| 图表 16: 房地产新开工保持增长.....                   | 12 |
| 图表 17: 汽车销量 (万辆).....                    | 13 |
| 图表 18: 汽车产量 (万辆).....                    | 13 |
| 图表 19: 纯碱价格 (元/吨).....                   | 13 |
| 图表 20: 石油焦价格 (元/吨).....                  | 13 |
| 图表 21: 不同价格的纯碱和石油焦对应的玻璃完全成本 (元/重量箱)..... | 14 |
| 图表 22: 钢化玻璃.....                         | 14 |
| 图表 23: 热弯玻璃.....                         | 14 |
| 图表 24: 我国历年玻璃进口额 (千美元).....              | 15 |
| 图表 25: 南玻和旗滨净利率 (%).....                 | 15 |
| 图表 26: 南玻和旗滨毛利率 (%).....                 | 15 |
| 图表 27: 南玻深加工玻璃 (工程玻璃) 营业收入 (万元).....     | 16 |
| 图表 28: 南玻平板玻璃和工程玻璃毛利率对比 (%).....         | 16 |
| 图表 29: 电致变色玻璃.....                       | 16 |
| 图表 30: 自动防眩后视镜.....                      | 16 |
| 图表 31: 郴州光电项目投资.....                     | 17 |
| 图表 32: 冷修生产线产能情况.....                    | 17 |
| 图表 33: 引入南玻高管团队人员简历.....                 | 18 |
| 图表 34: 海外投资进程.....                       | 18 |
| 图表 35: 马来西亚自华进口玻璃金额 (百万美元).....          | 19 |
| 图表 36: 马来西亚自华进口玻璃累计占比变化.....             | 19 |
| 图表 37: 马来西亚房地产和商务服务 GDP (百万美元).....      | 19 |
| 图表 38: 营业收入分地区变化 (万元).....               | 19 |
| 图表 39: 营业收入分地区占比 (%).....                | 19 |
| 图表 40: 财务费用 (万元).....                    | 20 |
| 图表 41: 股权激励计划.....                       | 20 |

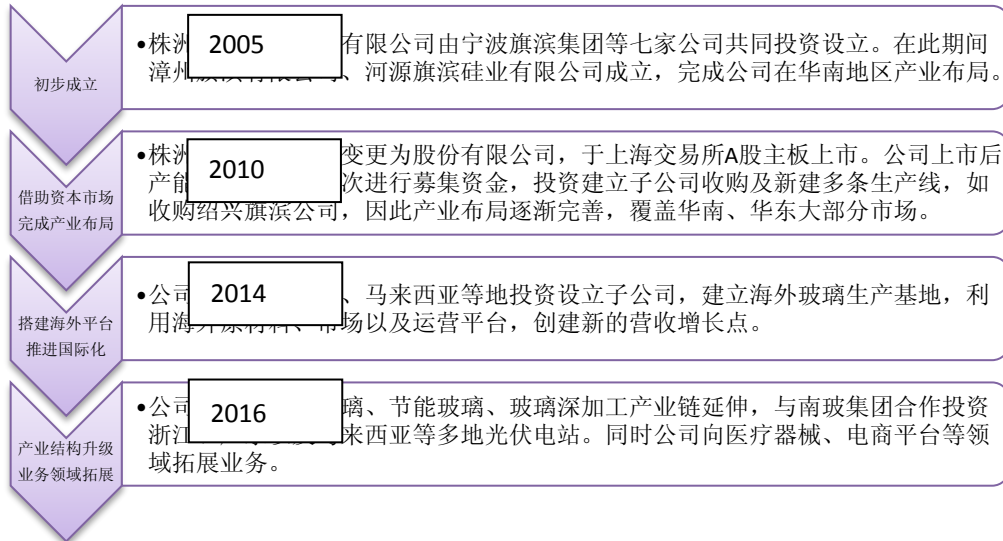


|                        |    |
|------------------------|----|
| 图表 42: 可交换公司债.....     | 21 |
| 图表 43: 主要假设.....       | 22 |
| 图表 44: PE/PB Band..... | 23 |
| 附录: 公司财务预测表(百万元) ..... | 24 |



## 全球最大的玻璃原片生产企业

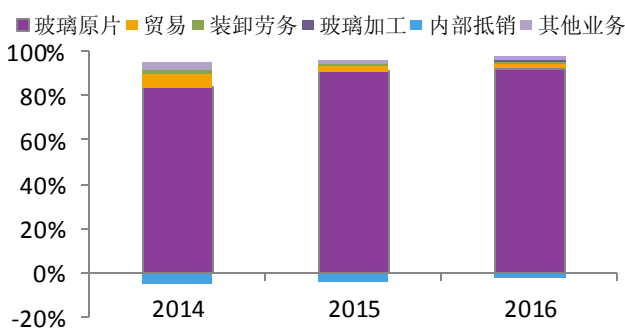
株洲旗滨集团股份有限公司成立于 2005 年是一家以生产和销售玻璃及制品为主营业务的大型企业集团。通过并购原株洲新光明玻璃有限公司并且与英国玻璃咨询公司进行技术合作，公司主营业务逐步从玻璃原片生产、销售向高附加值高技术含量的玻璃深加工领域发展。上市以来，旗滨生产规模、市场占有率迅速扩大，虽然成立时间较短，旗滨已经成为国内最具竞争力的几大玻璃企业集团之一。



## 收入以玻璃原片为主

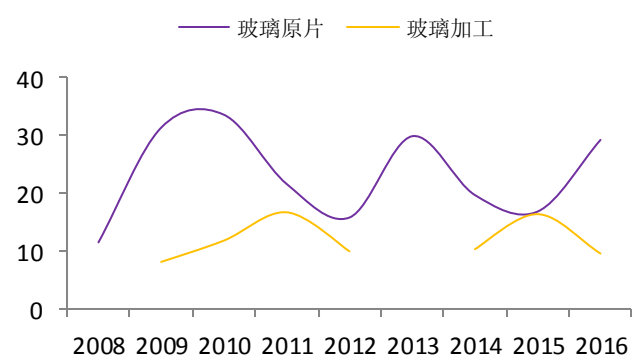
公司主要业务分三类：玻璃原片制造与销售、玻璃新材料研发和玻璃深加工。玻璃原片生产和销售是公司收入的主要来源，占公司营业收入比重超过 90%。

图表1： 旗滨营业收入构成及变化



资料来源：wind，联讯证券

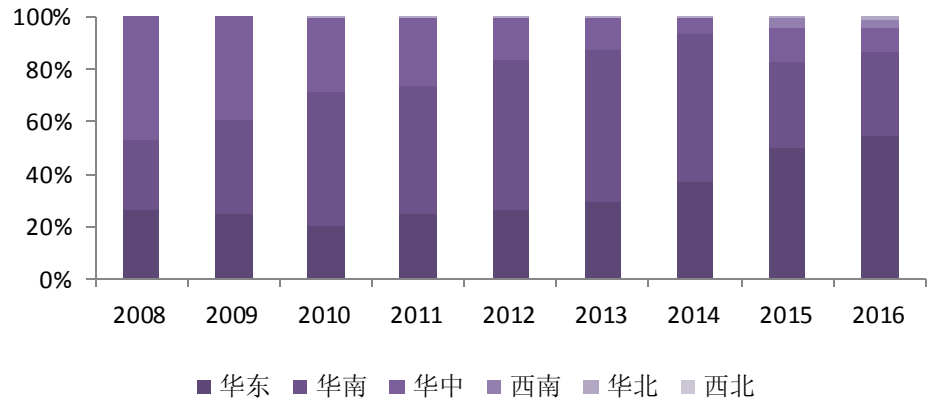
图表2： 各项业务毛利率构成及变化(%)



资料来源：wind，联讯证券

玻璃行业受运输半径限制，公司的产能主要集中在华东和华南地区，收入占比亦是如此。从营业收入的地区分布占比来看，华东、华南合计占总营收比例达 90%以上，这两个区域一直是旗滨集团主要的销售市场。

图表3： 营业收入分地区占比

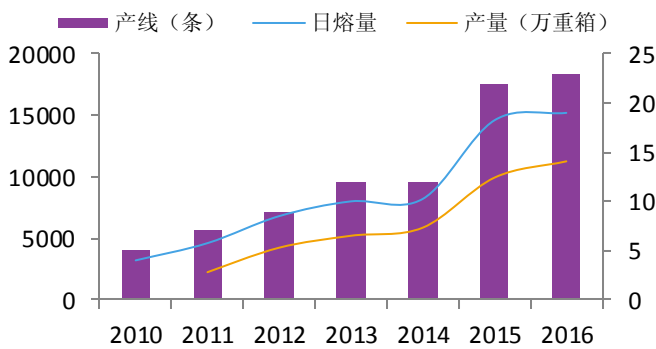


资料来源: wind, 联讯证券

### 公司目前已经是全球最大的玻璃原片生产企业

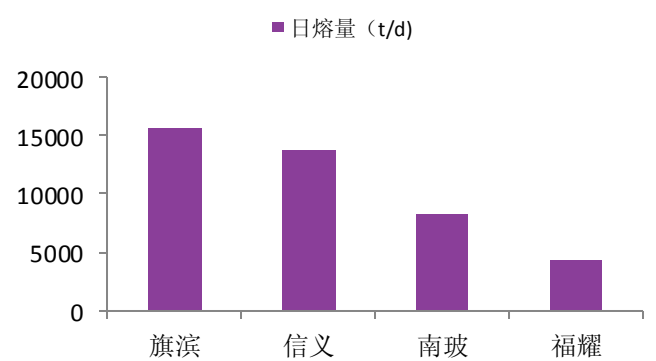
自 2010 年以来, 旗滨加快生产线建设, 2010 年生产线共 5 条, 主要分布于福建、湖南, 至 2016 年生产线增至 23 条, 生产线仍集中在东部地区但范围扩大至华东的浙江、华南的广东以及海外的马来西亚。产能方面, 2016 年旗滨日熔量为 15200t/d, 产量增加到 11258 万重箱, 产能实现了较大程度扩张。在与同行业重点公司比较中其日熔量位居行业首位。

图表4: 旗滨集团历年产能变化



资料来源: wind, 联讯证券

图表5: 2017 年龙头企业日熔量对比

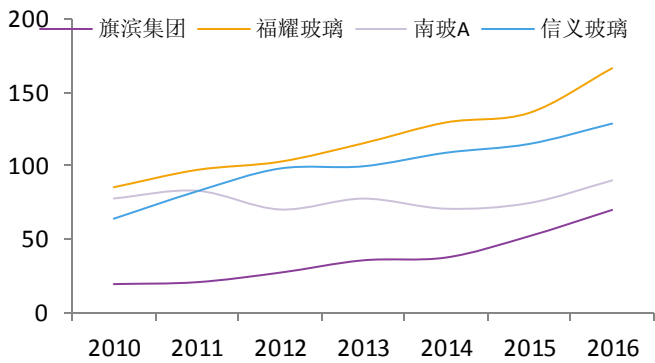


资料来源: wind, 联讯证券

尽管公司已经是国内产能最大的玻璃企业, 但由于公司主要收入集中于附加值相对较低的玻璃原片生产, 深加工占比非常小, 与其他几家玻璃龙头如福耀玻璃、信义玻璃相比, 公司收入和利润均有不及。这也为公司后续转型升级提供了方向。

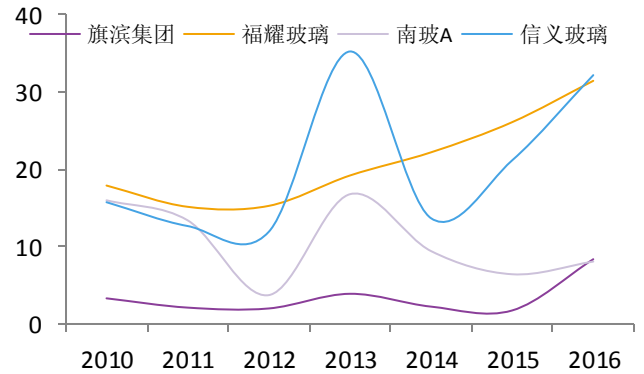


图表6: 龙头企业营业收入对比(亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

图表7: 龙头企业净利润对比(亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

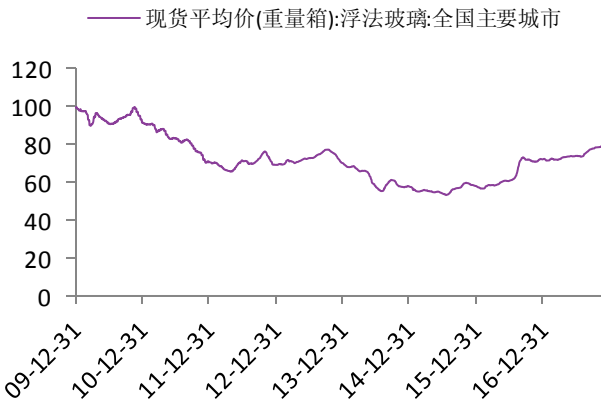
## 供给端收缩支撑玻璃价格, 且利于行业毛利率上行

### 玻璃行业价格持续超预期

2010年-2015年玻璃价格持续低迷,但自2015年以来玻璃价格开始回升,主要城市浮法玻璃现货平均价由2015年最低56元/重量箱上涨至2017年11月份79元/重量箱,涨幅达到41%。

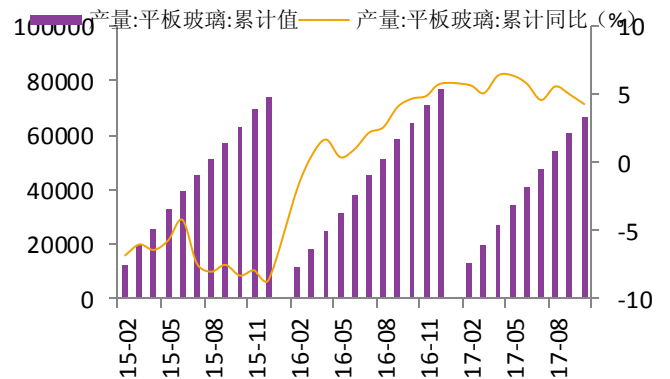
受下游需求持续回暖影响,玻璃行业从2016年下半年开始出现产销两旺的局面,从平板玻璃产量上来看,2016年初开始累计同比增速有所提升,由-5%提升至5%。

图表8: 浮法玻璃价格



资料来源: wind, 联讯证券

图表9: 平板玻璃产量(万重量箱)



资料来源: wind, 联讯证券

## 供给端: 新建产能有限, 而环保、冷修将造成现有产能继续收缩

### 新建产能几可忽略

2016年5月国务院办公厅出台《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》,其中规定任务目标,“到2020年,再减压一批水泥熟料、平板玻璃产能,产能利用率回到合理区间;水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右。”在压减产能方面,《意见》规定,“严禁新增产能。2020年底前,严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目”。“对于未按规定期限淘汰落后产能的企业吊销排污许可证,不得提供任何形式的新增授信支持,国土资源管理部门不予批准新增用地。”



目前行业在建产能大约 12 条生产线，总计产能 313 万吨，由于政策限制、环保趋严，且部分生产线投资启动于上一轮产能高峰，受资金及行业形势影响，投产的概率不大，新建产能的冲击几乎可以忽略。

图表10： 2017 年新建在建产线

| 公司名称  | 产能（千吨） | 生产线条数 | 省份  |
|-------|--------|-------|-----|
| 河北迎新  | 876    | 3     | 河北省 |
| 武汉长利  | 620.5  | 2     | 湖北省 |
| 巨润建材  | 511    | 2     | 山东省 |
| 凌源中玻  | 328.5  | 1     | 辽宁省 |
| 广东明轩  | 255.5  | 1     | 山东省 |
| 中航特玻  | 219    | 1     | 海南省 |
| 山东光耀  | 182.5  | 1     | 山东省 |
| 江苏苏华达 | 146    | 1     | 江苏省 |
| 合计    | 3139   | 12    |     |

资料来源：公开信息，联讯证券

从冷修复产来看，目前行业累计有生产线约 360 条，其中处于停产搬迁状态的生产线大约有 90 条，处于冷修状态生产线大约 33 条，停产搬迁状态的生产线基本没有复产可能，而冷修状态的生产线复产预期不多，主要原因是根据工业和信息化部、住房城乡建设部联合印发的关于《促进绿色建材生产和应用行动方案》，“要求全面推行清洁生产。推广应用建材窑炉烟气脱硫脱硝除尘、煤洁净气化以及建材智能制造、资源综合利用等共性技术，优先支持建筑卫生陶瓷行业清洁生产技术改造。平板玻璃行业限制高硫石油焦燃料。”因此，部分不符合环保政策的煤制气、重油玻璃企业，由于改造生产线成本较高，并且融资贷款困难，部分生产线在冷修期结束后不再点火。预计重新点火复产的比例在三分之一左右，因此复产产能冲击也非常有限。

图表11： 现有玻璃生产线数量

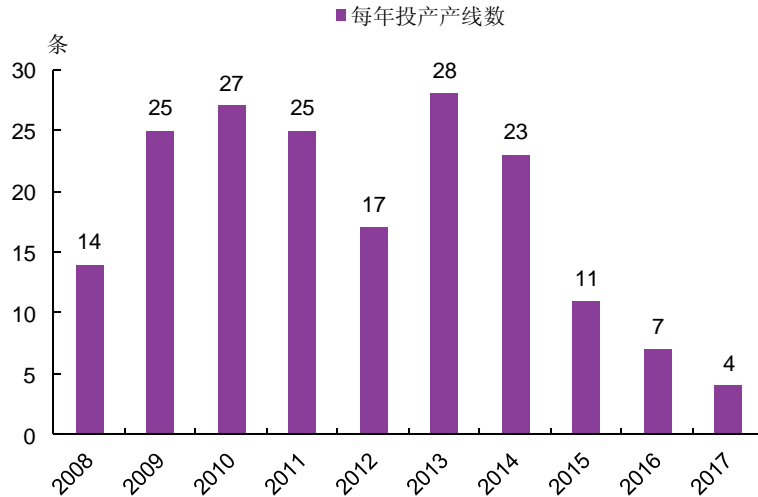
|        | 现有总数 | 停产搬迁 | 冷修数量 | 在产数量 |
|--------|------|------|------|------|
| 生产线（条） | 360  | 90   | 33   | 237  |

资料来源：wind，联讯证券

### 明后年将有多条产线进入冷修期，进一步压缩供给

由于平板玻璃生产线运行 6-8 年进入冷修期，2009 年-2013 年是产能大幅扩张阶段，理论上，从 2016 年开始，行业将逐步进入冷修高峰，由于 16 年底以来行业明显回暖，部分产线冷修推后，今年 1-8 月真正进入冷修的产线仅有 9 条，但预计明后两年可能有 40-50 条生产线进入冷修。

图表12： 每年投产浮法玻璃产线数量



资料来源：卓创资讯，联讯证券

### 环保趋严，现有在产产能或进一步收缩

进入 11 月以来，沙河地区 9 条生产线因未能取得排污许可证而被关停，根据市场传言，后续还有 3 条生产线将关停，今年以来，因环保趋严而关停的生产线已经达到 22 条。

图表13： 11 月以来因环保关停的 9 条沙河生产线

| 名称   | 产能 (T/D) |
|------|----------|
| 安全五线 | 700      |
| 长城六线 | 700      |
| 德金四线 | 800      |
| 吉恒源  | 600      |
| 长红一线 | 600      |
| 长红二线 | 600      |
| 安全六线 | 700      |
| 长城四线 | 500      |
| 德金三线 | 800      |

资料来源：公开信息，联讯证券

环保部今年印发了《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》（简称《名录》），《名录》明确规定，2017 年率先对火电、钢铁、有色金属冶炼、焦化、石油炼制、化工、原料药、农药、氮肥、造纸、纺织印染、制革、电镀、平板玻璃、农副食品加工等 15 个行业核发排污许可证，其中造纸和火电两个行业的企业要求在 2017 年 6 月底前取到排污许可证，其他 13 个行业在 2017 年下半年全面开展。玻璃行业 2018 年 1 月 1 日开始全面执行排污许可证。

目前全国大约 10% 的玻璃企业未能取得排污许可证，沙河地区现在已经开始执行，其它地区有很大概率将跟进，由此明年可能还有一批产能会因排污许可证而关停。

而根据环保部《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告》，及“2+26”城市平板玻璃特别排放限值会议，以标准修改单方式提出，自 2018 年 6 月 1 日起，平板玻璃行业将执行新的大气污染物特别排放限值要求，目前涉及省份除北京、天津、河北外，山东、河南也在列，据统计，以上地区共有浮法玻璃生产企业 26 家，涉及在产产能 47350 吨/日，占国内浮法玻璃在产产能约 30%。由于沙河地区大约三分之一产能并未使用清洁能源作

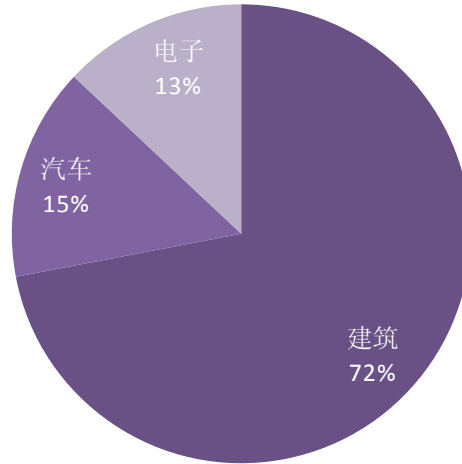


为原料，一旦采用新的排放要求，不能达标企业将停产技改或关停，进一步加剧供给收缩。

**需求端：房地产投资新开工均正增长，需求有望保持平稳**

玻璃行业需求主要来自建筑、汽车和电子大领域，其中建筑占比最大，达到72%，汽车和电子分别占比15%和13%。

**图表14： 玻璃行业主要下游需求**

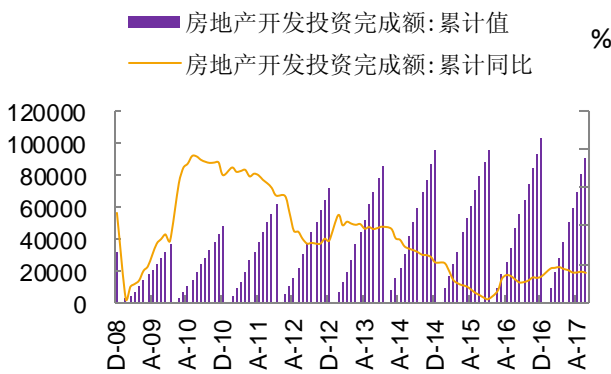


资料来源：卓创资讯，联讯证券

**房地产投资新开工保持正增长**

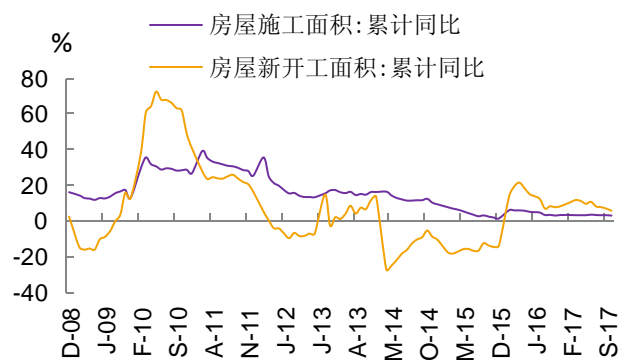
作为玻璃行业下游产业，房地产市场景气程度直接决定了玻璃市场需求。从长期来看，我国目前正在城镇化水平较低，与发达国家相比仍有很大发展空间。短期来看今年以来的地产投资表现出极强的韧性，考虑目前新开工情况仍维持正增长，我们认为明年地产投资增速维持在今年7-8%的位置不太可能，但维持3-5%的正增长是大概率事件。

**图表15： FAI 新开工保持增长(亿元)**



资料来源：wind，联讯证券

**图表16： 房地产新开工保持增长**



资料来源：wind，联讯证券

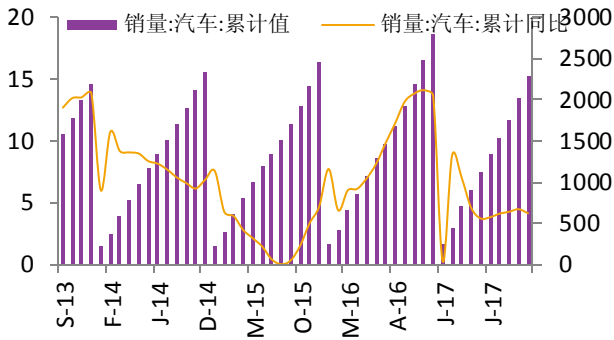
**汽车增速放缓，但仍有增长**

2017年1-10月汽车生产2295.68万辆，同比增长4.27%，销售2292.71万辆，同比增长2.13%，产销增幅均较1-9月放缓。2017年整体产销增幅均略低于去年，但是刚性需求基础仍然存在，所以汽车工业近年来高速增长



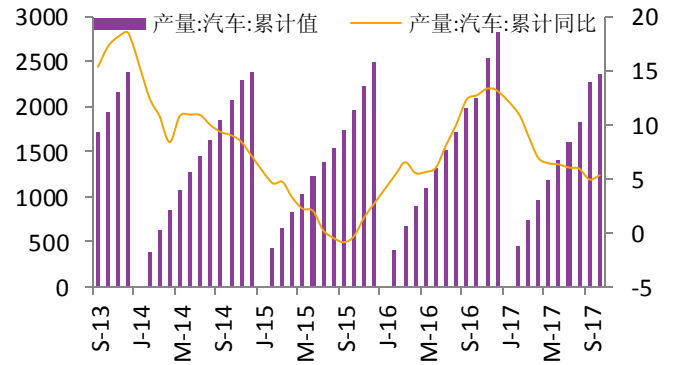
趋势还将持续，城镇化的发展对增长趋势也有巩固作用。

图表17: 汽车销量(万辆)



资料来源: wind, 联讯证券

图表18: 汽车产量(万辆)



资料来源: wind, 联讯证券

总体上从需求端来看，房地产投资我们预计仍有望保持低位(3-5%)的增长，汽车行业虽然增速下行，但也不太可能出现大幅下滑，需求端总体平稳，而玻璃原片未来两年新建产能几乎没有增长，排污许可证制度 18 年初执行、行业排放标准年中面临提升、冷修高峰来临等因素可能造成明年供给出现 10-20%的收缩，由此将导致玻璃行业供需格局显著改变，我们判断玻璃价格将保持高位震荡甚至在某些时点继续上行。

纯碱价格有望伴随产能收缩而下行，行业毛利率有改善空间

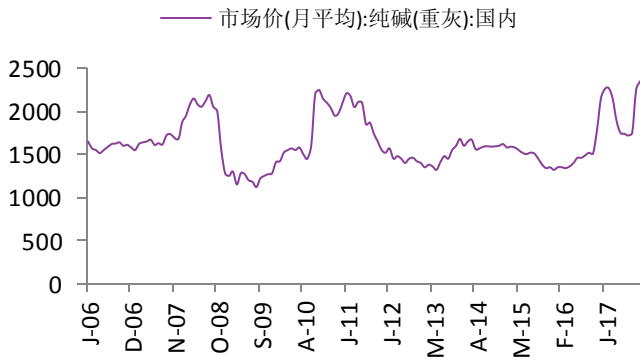
作为玻璃行业上游产业，纯碱成本占玻璃成本三分之一左右，市场对玻璃行业的担忧之一在于纯碱价格过快上涨而导致毛利率下行。纯碱行业本身也属于产能过剩行业，随着 2017 年环保政策趋严，纯碱行业同样面临去产能政策压力，同时由于供不应求的市场环境，纯碱价格自 2016 年从 1514 元/吨提升至 2017 年最高约 2529 元/吨。

我们的测算显示，纯碱价格每变动 100 块钱/吨，玻璃成本变动 1.1 元/重量箱，石油焦价格每变动 200 元/吨，玻璃成本变动 2 元/重量箱。

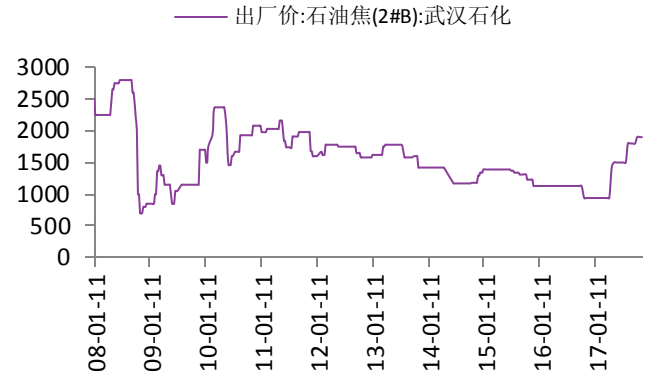
11 月以来，由于沙河地区 9 条生产线关停，产能受到冲击，纯碱需求受到影响，玻璃企业对纯碱企业的议价能力增强，纯碱价格有望回落，随着明年玻璃产能的进一步缩减，纯碱价格继续大幅上涨可能几乎不可能，玻璃行业毛利率有改善空间。

图表19: 纯碱价格(元/吨)

图表20: 石油焦价格(元/吨)



资料来源: wind, 联讯证券



资料来源: wind, 联讯证券

图表21: 不同价格的纯碱和石油焦对应的玻璃完全成本(元/重量箱)

|      | 2100 | 2200 | 2300 | 2400 | 2500 |
|------|------|------|------|------|------|
| 1100 | 61.6 | 62.7 | 63.8 | 64.9 | 66   |
| 1300 | 63.6 | 64.7 | 65.8 | 66.9 | 68   |
| 1500 | 65.6 | 66.7 | 67.8 | 68.9 | 70   |
| 1700 | 67.6 | 68.7 | 69.8 | 70.9 | 72   |
| 1900 | 69.6 | 70.7 | 71.8 | 72.9 | 74   |

资料来源: wind, 联讯证券

## 积极转型升级布局玻璃深加工

### 转型深加工成为玻璃行业转型趋势

深加工玻璃主要有工程玻璃,其中包括钢化玻璃、中空玻璃、镀膜玻璃等;电子及显示器玻璃;TCO 导电玻璃等。

钢化玻璃具有良好的机械性能和耐热抗震性能,钢化玻璃破碎后呈无锐角的小碎片,降低对人体的伤害;并且钢化玻璃具较良好的热稳定性,能够满足建筑上的环境冷热变化。镀膜玻璃具有优异的隔热效果和良好的透光性,具有冬季保温夏季隔热的功能。它的应用也有助于建筑物节能环保的实现。因此,玻璃幕墙大多以此类深加工玻璃为主。

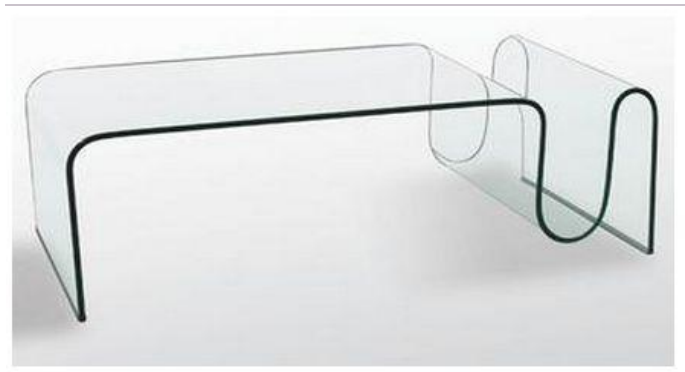
电子玻璃主要指 0.1~2mm 厚度的超薄浮法玻璃,可应用于电子、光电子领域的一类高技术产品,主要用于制作集成电路以及具有光电、热电、声光、磁光等功能元器件。

图表22: 钢化玻璃



资料来源: 百度图片, 联讯证券

图表23: 热弯玻璃



资料来源: 百度图片, 联讯证券



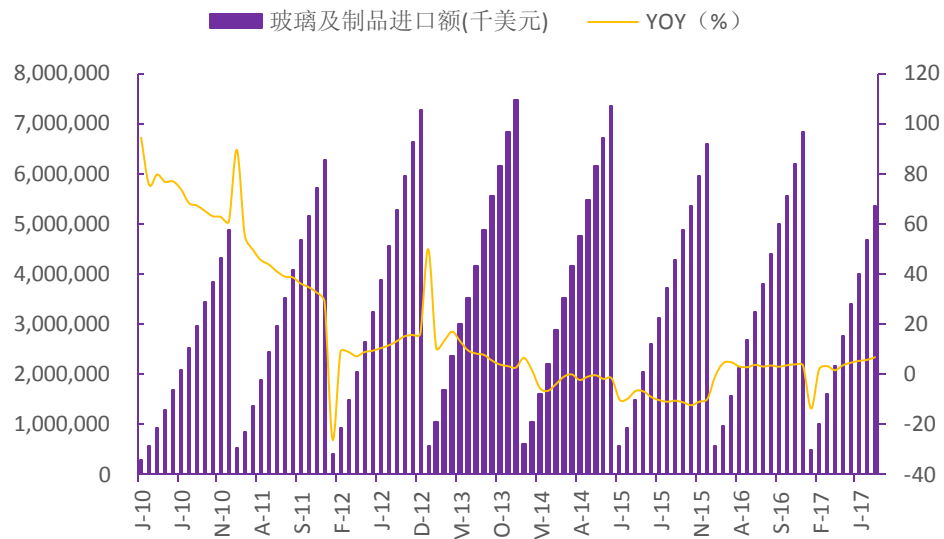
TCO(导电氧化膜)玻璃主要应用于薄膜太阳能电池,具有透光和导电的双重作用。并且,在深加工领域,由于技术限制一直处于“供不应求”状态,需要进口来满足需求的局面。因此,从下游行业需求角度看,深加工玻璃面临市场需求巨大。

在普通平板玻璃“去产能”形势下,企业转向高附加值高技术含量的玻璃深加工领域成为趋势。2017年3月工信部原材料工业转型发展工作座谈会召开,会议强调“全行业要全面落实原材料工业“十三五”发展规划,着力化解过剩产能,着力发展新材料产业,着力改造提升传统产业,加快推动提质增效和转型升级,努力保持原材料工业平稳健康发展。”

### 玻璃深加工盈利能力较玻璃原片生产更为稳定

当前玻璃行业存在的结构性供需不平衡,平板玻璃产能过剩,而深加工玻璃却供不应求需要大量进口,我国每年进口玻璃超过400亿人民币,主要都是高附加值的电子玻璃、汽车玻璃、高档建筑玻璃等。

图表24: 我国历年玻璃进口额(千美元)



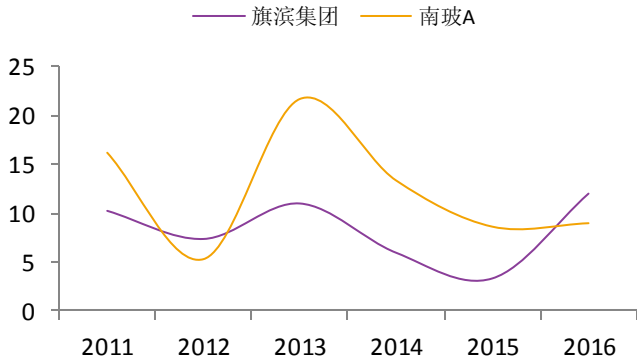
资料来源: wind, 联讯证券

### 玻璃深加工行业利润率稳定

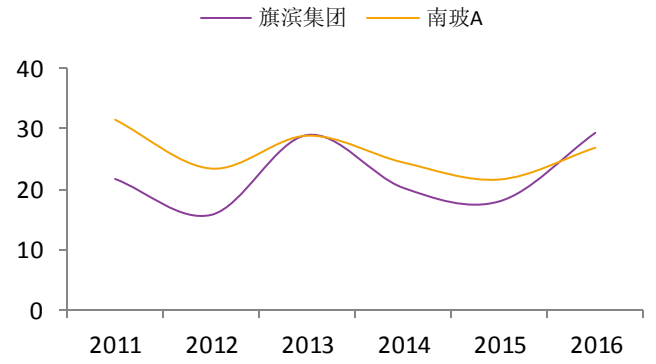
相较于玻璃原片,玻璃深加工行业利润率更为稳定,原片企业受价格波动影响,利润表现出明显的周期性波动,而玻璃深加工行业普遍采用成本加成的定价模式,盈利相对稳定。以南玻为例,从南玻平板玻璃和工程玻璃毛利率水平来看,平板玻璃毛利率持续下降而工程玻璃毛利率水平更高,在30%左右,并且利率水平更为稳定,波动较小,有助于公司业绩稳定。

图表25: 南玻和旗滨净利率(%)

图表26: 南玻和旗滨毛利率(%)



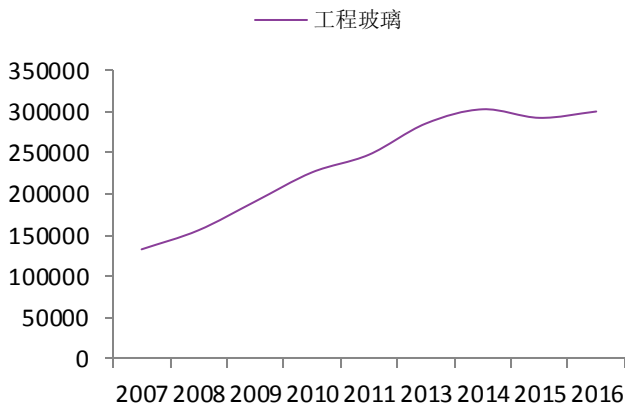
资料来源: wind, 联讯证券



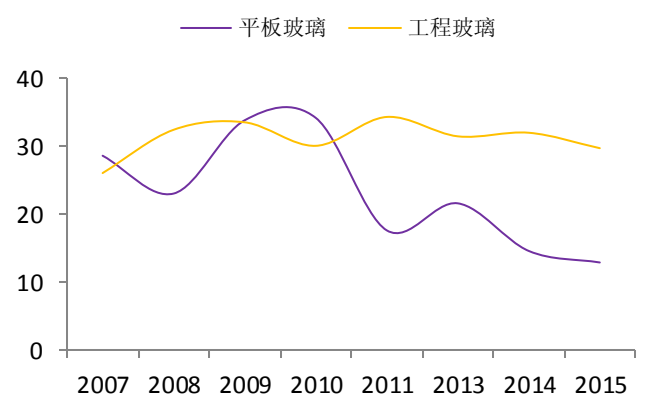
资料来源: wind, 联讯证券

图表27: 南玻深加工玻璃(工程玻璃)营业收入(万元)

图表28: 南玻平板玻璃和工程玻璃毛利率对比(%)



资料来源: wind, 联讯证券



资料来源: wind, 联讯证券

### 转型深加工纵向延伸产业链

早在 2015 年,旗滨集团就提出转型升级战略,并开始布局转型深加工,2015 年由新加坡旗滨以增资扩股方式,投资 10,140 万新台币取得拥有电致变色玻璃核心技术的台湾泰特博 48.63%股权。

电致变色元件具有驱动电压低、低能耗、着色后视线仍具有穿透性等特点,符合节能环保趋势,适用于工业用或运动护目镜、雪镜、太阳镜等,具有依据需求调控光线强弱,同时可阻挡紫外线和红外线。此外还用于自动防眩后视镜,帮驾驶者自动遮蔽夜间后方来车的照明强光投射于后视镜所造成的眩光。

图表29: 电致变色玻璃

图表30: 自动防眩后视镜



资料来源：百度图片，联讯证券



资料来源：百度图片，联讯证券

### 布局太阳能光伏发电玻璃

自 2014 年以来，国家各项光伏政策也陆续出台，包括规范光伏开发秩序、开展光伏扶贫工程、推进分布式示范区建设等一系列政策措施，特别是今年《中共中央国务院关于打赢脱贫攻坚战的决定》中指出“加强贫困地区基础设施建设，加快交通、水利、电力建设”，其中特别指出“加快推进光伏扶贫工程，支持光伏发电设施接入电网运行，发展光伏农业。”光伏发电市场的大力拓展得到政策支持。

2016 年 1 月 21 日，旗滨与中国南玻集团股份有限公司签订《投资光伏电站整体合作协议》，双方同意在福建省东山县、浙江省绍兴、浙江、广东省河源等地分别共同出资设立新能源公司，利用旗滨厂房屋顶、地面从事光伏电站的建设及运营业务。

2016 年，公司启动郴州光伏玻璃建设，两条日产共 1500 吨光伏玻璃将于 2018 年年中点火，由于有三个月的玻化期，其中一条产线明年大约能够贡献三个月左右产能。

图表31：郴州光电项目投资

|       |   |
|-------|---|
| 生产线名称 | 700t/d 光电材料+1000t/d 光伏封装材料生产线建设项目                       |
| 投资主体  | 株洲旗滨、富隆国际、裕鑫  |
| 注册资本  | 60,000 万元   |
| 公司份额  | 第一期注册资本 30,000 万元，其中公司出资 14,400 万元占注册资本的 48%；第二期出资另行约定。 |

资料来源：公司公告，联讯证券

### 抓住冷修复产机遇技改布局电子玻璃

2017 年 4 月公司启动两条生产线冷修，预计将于今年底重新点火，根据公司规划，两条产线冷修同时进行技改，重新点火后将主要生产电子超薄玻璃，公司产品结构将进一步优化。

图表32：冷修生产线产能情况

| 生产线名称            | 产能（万重量箱） |
|------------------|----------|
| 漳州旗滨玻璃有限公司浮法玻璃一线 | 648      |
| 长兴旗滨玻璃有限公司浮法玻璃一线 | 576      |

资料来源：公司公告，联讯证券



## 引入南玻团队，促进自身技术管理水平提升

在行业结构转型阶段，旗滨集团在已有技术水平上引入南玻集团技术管理团队，目前南玻离职高管已有三人目前担任旗滨总裁、副总裁、财务总监。南玻在玻璃深加工领域有多年经验，引进团队对于公司无论是技术上还是管理上都有助力。

**图表33: 引入南玻高管团队人员简历**

| 姓名  | 主要经历  |
|-----|---|
| 张柏忠 | 男,1965年2月生,大专学历,工程师。历任中国南玻集团股份有限公司深圳南玻工程玻璃有限公司总经理,吴江南玻华东工程玻璃有限公司总经理,天津南玻工程玻璃有限公司总经理,成都南玻玻璃有限公司总经理,中国南玻集团股份有限公司总裁助理,副总裁兼工程玻璃事业部总裁,副总裁兼平板玻璃事业部总裁。现任深圳市新旗滨科技有限公司营管中心负责人。                     |
| 张天明 | 男,1978年1月生,本科学历,中国注册会计师,国际内审师,国际信息系统审计师。历任顺达电脑厂物控员,广东溢达纺织有限公司集团审计部审计员,华为技术有限公司集团审计部项目经理,德勤华永会计师事务所企业风险控制部顾问,高级顾问,经理,中国南玻集团股份有限公司集团内控制部经理,集团财务管理部经理,深圳南玻光伏能源有限公司总经理;现任深圳新旗滨科技有限公司财务管理中心主任。 |
| 胡勇  | 男,1977年4月生,硕士研究生,高级会计师,中国注册会计师。历任中国南玻集团股份有限公司工程玻璃事业部运营监管中心副主任,吴江南玻华东工程玻璃有限公司副总经理,成都南玻玻璃有限公司副总经理,咸宁南玻节能玻璃有限公司总经理,东莞南玻工程玻璃有限公司总经理,中国南玻集团股份有限公司总裁助理,副总裁兼工程玻璃事业部总裁,现任深圳市新旗滨科技有限公司营管中心负责人。     |

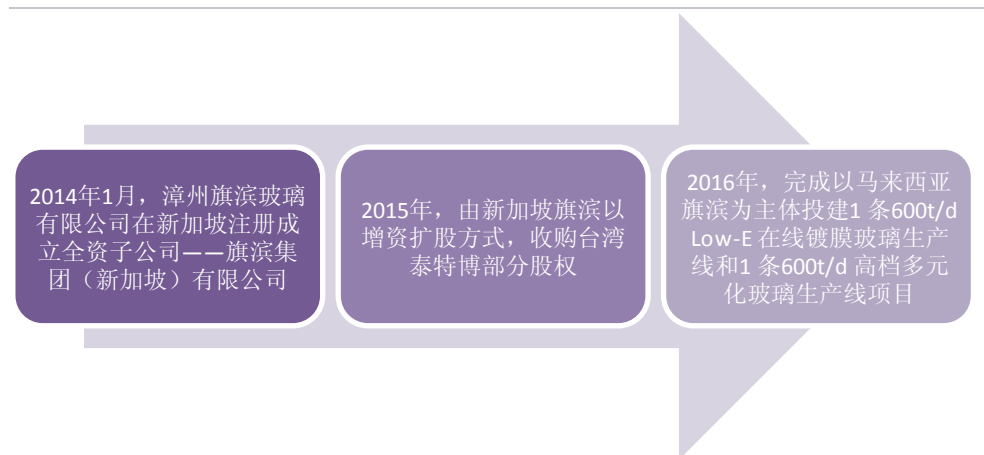
资料来源: wind, 联讯证券

## 积布局一带一路，极拓展海外市场

我国的浮法玻璃工艺具有世界一流水平，生产效率高具有比较优势，加之海外市场空间大，部分地区原材料价格水平更低，投资海外建设生产线有助于拓展市场取得更高利润。

2013年，我国推出“一带一路”战略，旗滨集团抓住机遇，提出海外战略，于2014年在马来西亚投资建厂，未来将依托马来西亚，覆盖到东盟所有国家。

**图表34: 海外投资进程**



资料来源: 公司公告, 联讯证券

## 马来西亚市场潜力巨大

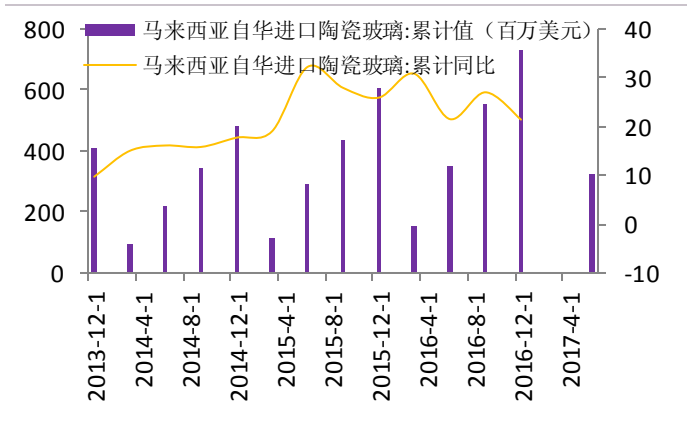
从历年马来西亚自中国进口陶瓷玻璃类商品金额来看，进口额持续增长，2016年为732百万美元，累计增速



接近 30%，比 2013 年增加近一倍。并且自华进口陶瓷玻璃类商品累计占比也在不断提升，从 1% 提升到 2.5%。

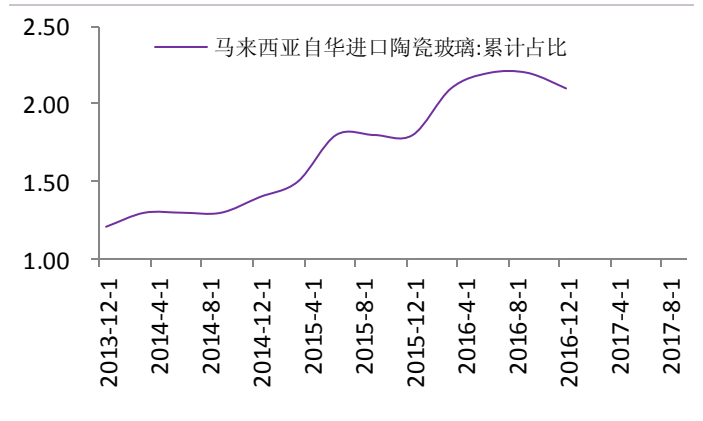
并且马来西亚房地产和商务服务 GDP 保持快速增长，近年来增速保持在 9% 左右高位，房地产市场需求仍呈增长态势，有望支持玻璃的销售以及价格的高位。

图表35: 马来西亚自华进口玻璃金额 (百万美元)



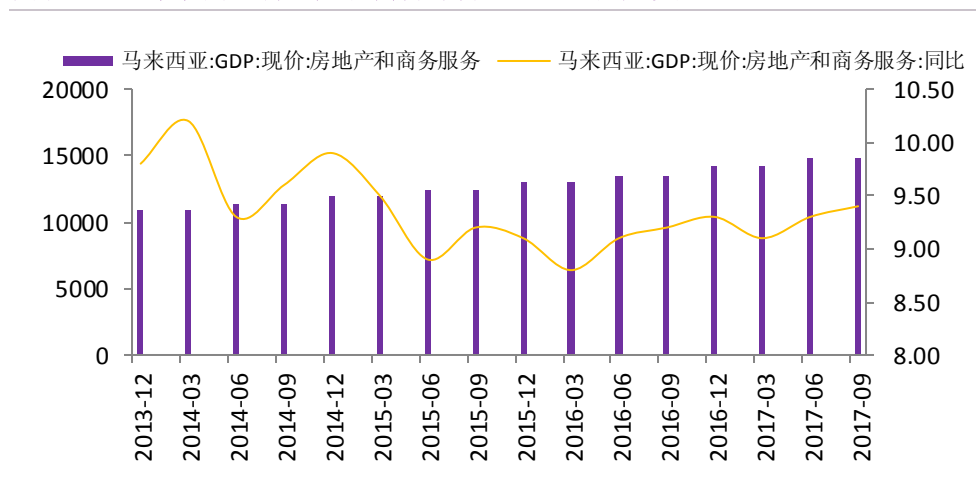
资料来源: wind, 联讯证券

图表36: 马来西亚自华进口玻璃累计占比变化



资料来源: wind, 联讯证券

图表37: 马来西亚房地产和商务服务 GDP (百万美元)

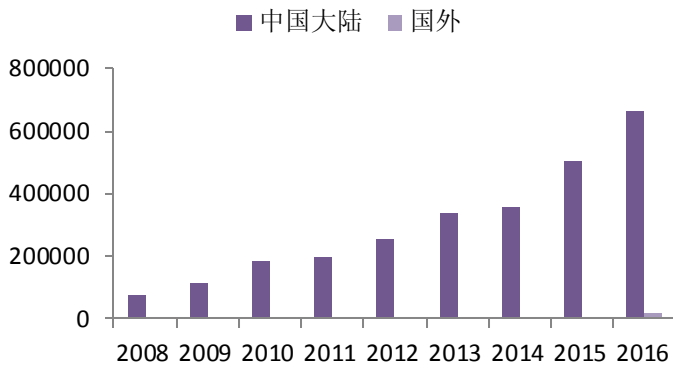


资料来源: wind, 联讯证券

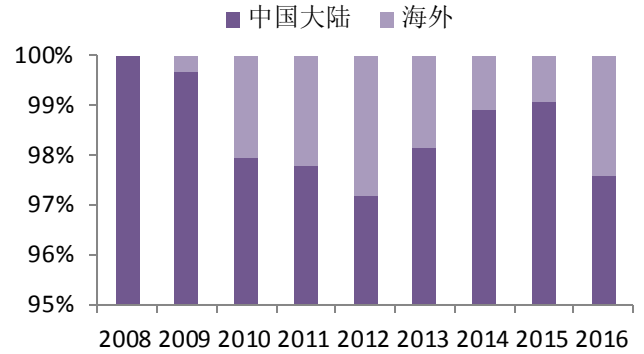
2017 年 3 月，旗滨集团在马来西亚新建的浮法生产线投产，产能 700T/D，对于今年产能总量的贡献约为 4 个月，而明年能够达到满产，总产能将大量提高。

图表38: 营业收入分地区变化 (万元)

图表39: 营业收入分地区占比 (%)



资料来源: wind, 联讯证券



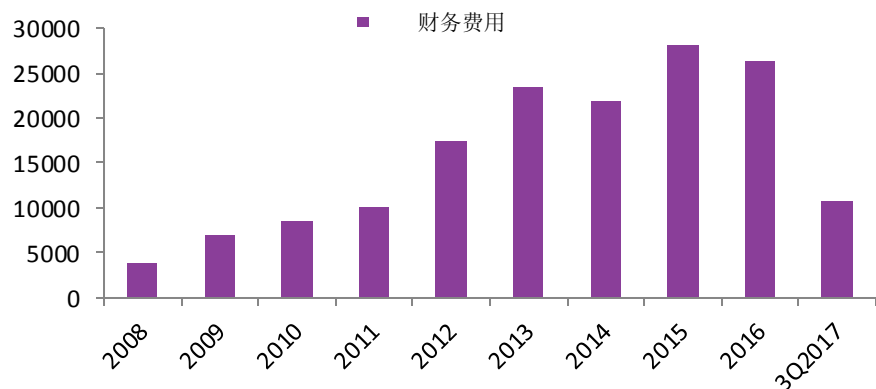
资料来源: wind, 联讯证券

## 内部挖潜提升企业竞争力

### 精细化管理降低财务费用

公司今年以来加强内部挖潜,通过细化管理降本增效,成效显著,今年前三季度财务费用较年 2016 年整体降低将近 1 亿元,得益于资金集中管理和统筹调度,压缩银行存款和票据,统一融资规划,严格投资付款管理等措施,资金利用效率大幅提高,2017 年前两季度借款利息共减少 5,333 万元,并且贷款同比减少。

图表40: 财务费用 (万元)



资料来源: wind, 联讯证券

### 股权激励调动核心成员积极性

2017 年公司进行了第三次股权激励计划,奖励主要针对中高层管理人员、核心技术和业务骨干等 86 人,激励总数达 9247.5 万股。有效的调动了管理层以及技术人员的积极性,对吸引和保留人才起到关键作用,有利于进一步完善公司法人治理结构,建立激励机制,提升公司的核心竞争力,对公司的经营发展起到积极作用。

图表41: 股权激励计划

| 首次实施公告日      | 2012/05/05 | 2016/08/20 | 2017/05/05 |
|--------------|------------|------------|------------|
| 激励总数 (万股/万份) | 3120.00    | 11,000.00  | 9247.50    |



| 首次实施公告日 | 2012/05/05  | 2016/08/20   | 2017/05/05  |
|---------|---|--|---|
| 初始行权价格  | 3.82  | 1.63   | 3.5499  |
| 激励人数    | 董事、高管 7 人，核心技术人员、核心骨干员工共 161 人  | 董事、高管 8 人，中高层管理人员、核心技术/业务骨干 300 人  | 中高层管理人员、核心技术/业务骨干 (86 人)  |
| 有效期     | 5   | 4  | 4   |
| 行权条件    | <p>(1) 激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度，公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6%；</p> <p>(2) 激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度，公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润与 2011 年度相比年均复合增长率不低于 10%。预留限制性股票的三个解锁期对应的考核年度与首次授予的限制性股票第二、三、四个解锁期考核年度一致，为 2013-2015 年三个会计年度。</p> | <p>第一次解锁:以 2015 年净利润为基数,2016 年净利润增长率不低于 100%；</p> <p>第二次解锁:以 2015 年净利润为基数,2017 年净利润增长率不低于 110%；</p> <p>第三次解锁:以 2015 年净利润为基数,2018 年净利润增长率不低于 120%。</p> <p>预留部分的限制性股票的解锁安排及公司业绩考核条件如下：<br/>第一次解锁:以 2015 年净利润为基数,2017 年净利润增长率不低于 110%；<br/>第二次解锁:以 2015 年净利润为基数,2018 年净利润增长率不低于 120%。</p> | <p>第一次解锁:以 2015 年净利润为基数,2017 年净利润增长率不低于 110%；</p> <p>第二次解锁:以 2015 年净利润为基数,2018 年净利润增长率不低于 120%；</p> <p>第三次解锁:以 2015 年净利润为基数,2019 年净利润增长率不低于 130%。</p> |

资料来源:公司公告,联讯证券

### 大股东发行可交债对上市公司提供资金支持

公司近两年因转型升级需要对多条生产线进行技改,资本开支增加,公司控股股东拟发行 10 亿元可交债,资金全部资助上市公司。2017 年 9 月 4 日,根据公司与控股股东签署了《财务资助协议》,公司收到了福建旗滨提供的财务资助 9.96 亿元(扣除发行承销费用),财务资助利率为第一年年利率 1%、第二年年利率 1%、第三年年利率 6%,在使用期限内固定不变,且按年支付。本次非公开发行可交换公司债券承销费用由公司承担。

图表42: 可交换公司债

|        |   |
|--------|---|
| 发行规模   | 1,000,000,000.00 元                                  |
| 发行数量   | 10,000,000  |
| 期限     | 3 年   |
| 利率     | 首年票面利率为 1.00%,在债券存续期内后续年度票面利率第二年、第三年分别为 1.00%、6.00% |
| 起息日    | 2017-08-25  |
| 到期日    | 2020-08-25  |
| 面值     | 100.00 元  |
| 初始换股价格 | 5.58 元/股  |

资料来源:wind,联讯证券



## 盈利预测及投资评级

假设一：公司明年产能将有一定增长（马来产线明年贡献全年，两条技改线明年贡献全年，郴州线明年贡献至少一个季度）；

假设二：明年上半年玻璃价格较今年有所上涨；

假设三：明年上半年纯碱价格高于今年，下半年低于今年，整体较今年有所上涨，和燃料价格较今年有所上涨；

假设四：2018 年公司深加工产能较当前明显增加，带动公司均价上行。

图表43： 主要假设

|              | 2016A | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|--------------|-------|----------|----------|----------|
| 销量（重量箱）      | 11439 | 10163.90 | 11760.92 | 12348.96 |
| 单价（不含税）（元/箱） | 60.85 | 77.5     | 80.00    | 81.00    |
| 成本（元/箱）      | 43.00 | 53.2     | 55.00    | 55.00    |
| 箱三费（元/箱）     | 8.70  | 9        | 8.70     | 8.50     |

资料来源：wind，联讯证券

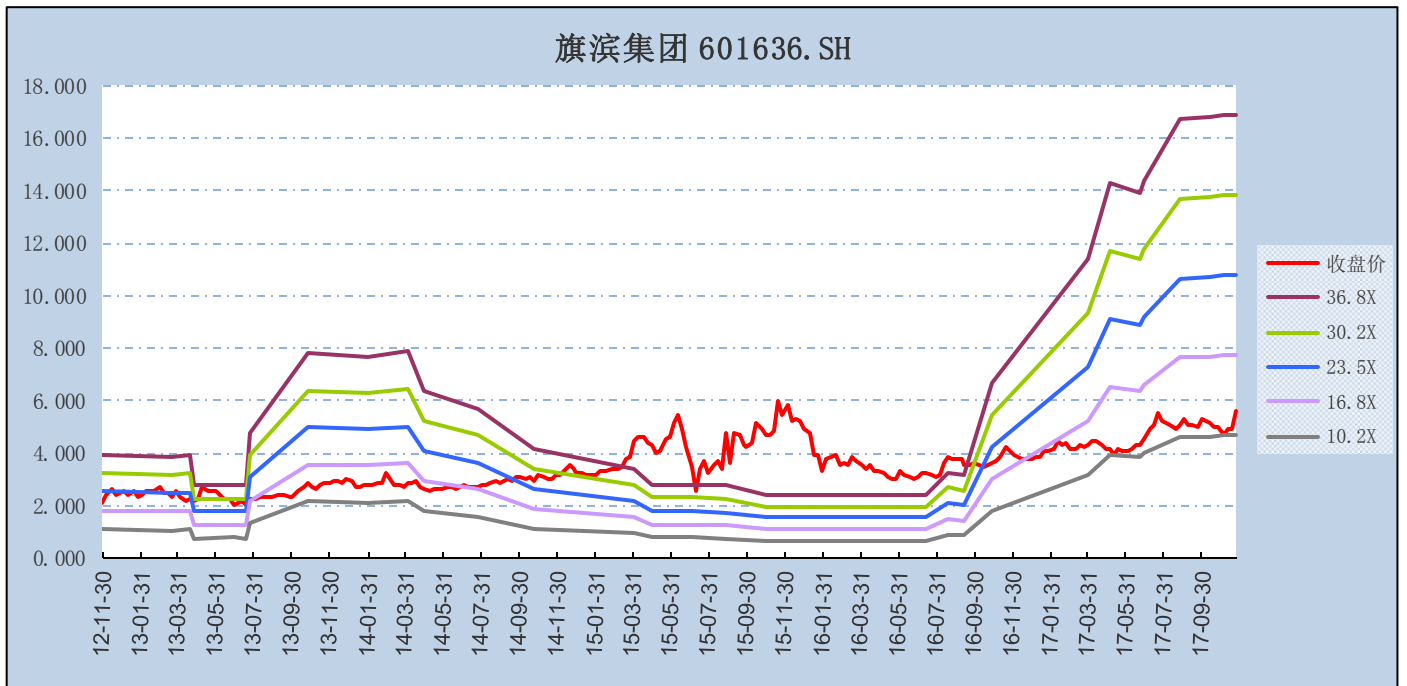
基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 79.75、94.09 和 103.73 亿元，同比分别增加 14.6%、18.0%和 10.3%，净利润分别为 11.02、13.60 和 15.97 亿元，同比分别增长 32.0%、23.4%和 17.4%。EPS 分别为 0.41、0.51 和 0.60 元，对应的 PE 分别为 14/11/9x。公司目前正在向深加工转型，未来估值有望持续提升，我们按照 18 年 13-15 倍 PE，合理估值 6.63-7.65 元，给予“买入”评级。

## 核心风险提示

玻璃价格大幅下跌；新线投产不及预期；转型进度不及预期。



图表44: PE/PB Band



资料来源:联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表（百万元）    | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表（百万元）    | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物      | 824   | 2391  | 3655  | 5096  | 营业收入        | 6961  | 7975  | 9409  | 10373 |
| 应收款项          | 383   | 437   | 516   | 568   | 营业成本        | 4919  | 5474  | 6469  | 7043  |
| 存货净额          | 1136  | 1229  | 1487  | 1634  | 营业税金及附加     | 95    | 159   | 188   | 207   |
| 其他流动资产        | 68    | 159   | 188   | 207   | 销售费用        | 47    | 56    | 66    | 73    |
| 流动资产合计        | 2411  | 4217  | 5846  | 7505  | 管理费用        | 683   | 785   | 893   | 981   |
| 固定资产          | 8547  | 7564  | 6951  | 6289  | 财务费用        | 264   | 166   | 156   | 136   |
| 无形资产及其他       | 814   | 787   | 759   | 732   | 投资收益        | (4)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产        | 553   | 553   | 553   | 553   | 资产减值及公允价值变动 | (7)   | (44)  | (28)  | (31)  |
| 长期股权投资        | 41    | 61    | 81    | 101   | 其他收入        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产总计          | 12366 | 13181 | 14191 | 15181 | 营业利润        | 941   | 1291  | 1609  | 1901  |
| 短期借款及交易性金融负债  | 2861  | 3000  | 3000  | 3000  | 营业外净收支      | 78    | 70    | 70    | 70    |
| 应付款项          | 785   | 853   | 1032  | 1134  | 利润总额        | 1019  | 1361  | 1679  | 1971  |
| 其他流动负债        | 698   | 755   | 906   | 996   | 所得税费用       | 185   | 259   | 319   | 375   |
| 流动负债合计        | 4344  | 4608  | 4937  | 5129  | 少数股东损益      | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款及应付债券     | 1023  | 1023  | 1023  | 1023  | 归属于母公司净利润   | 835   | 1102  | 1360  | 1597  |
| 其他长期负债        | 974   | 974   | 974   | 974   |             |       |       |       |       |
| 长期负债合计        | 1998  | 1998  | 1998  | 1998  | 现金流量表（百万元）  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计          | 6341  | 6606  | 6935  | 7127  | 净利润         | 835   | 1102  | 1360  | 1597  |
| 少数股东权益        | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   | 资产减值准备      | 2     | 384   | (34)  | (36)  |
| 股东权益          | 6025  | 6576  | 7256  | 8055  | 折旧摊销        | 804   | 1082  | 1146  | 1193  |
| 负债和股东权益总计     | 12366 | 13181 | 14191 | 15181 | 公允价值变动损失    | 7     | 44    | 28    | 31    |
|               |       |       |       |       | 财务费用        | 264   | 166   | 156   | 136   |
| 关键财务与估值指标     | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 营运资本变动      | (193) | 271   | (69)  | (63)  |
| 每股收益          | 0.31  | 0.41  | 0.51  | 0.60  | 其它          | (2)   | (384) | 34    | 36    |
| 每股红利          | 0.10  | 0.21  | 0.25  | 0.30  | 经营活动现金流     | 1454  | 2499  | 2465  | 2759  |
| 每股净资产         | 2.25  | 2.45  | 2.71  | 3.00  | 资本开支        | (633) | (500) | (500) | (500) |
| ROIC          | 10%   | 13%   | 17%   | 21%   | 其它投资现金流     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| ROE           | 14%   | 17%   | 19%   | 20%   | 投资活动现金流     | (655) | (520) | (520) | (520) |
| 毛利率           | 29%   | 31%   | 31%   | 32%   | 权益性融资       | 170   | 0     | 0     | 0     |
| EBIT Margin   | 17%   | 19%   | 19%   | 20%   | 负债净变化       | (772) | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA Margin | 29%   | 32%   | 31%   | 31%   | 支付股利、利息     | (269) | (551) | (680) | (798) |
| 收入增长          | 35%   | 15%   | 18%   | 10%   | 其它融资现金流     | 1153  | 139   | 0     | 0     |
| 净利润增长率        | 387%  | 32%   | 23%   | 17%   | 融资活动现金流     | (758) | (412) | (680) | (798) |
| 资产负债率         | 51%   | 50%   | 49%   | 47%   | 现金净变动       | 40    | 1567  | 1265  | 1440  |
| 息率            | 2.0%  | 4.2%  | 5.2%  | 6.1%  | 货币资金的期初余额   | 784   | 824   | 2391  | 3655  |
| P/E           | 17.9  | 13.6  | 10.9  | 9.3   | 货币资金的期末余额   | 824   | 2391  | 3655  | 5096  |
| P/B           | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   | 企业自由现金流     | 975   | 2068  | 2029  | 2306  |
| EV/EBITDA     | 9.7   | 7.7   | 6.8   | 6.2   | 权益自由现金流     | 1356  | 2073  | 1903  | 2196  |

资料来源：联讯证券



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、联讯证券，分别任职房地产行业分析师、建筑建材资深分析师。2011年新财富入围，2012年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作8年。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 北京 | 林接钦 | 010-66235631 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com  |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 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分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)