

旗滨集团 (601636)

证券研究报告

2020年01月02日

高端产品布局持续推进，玻璃价格中枢有望提升

进军药用玻璃，中性硼硅玻璃市场潜力大

公司拟投资中性硼硅药用玻璃项目，项目计划分期建设，建设规模为3窑8线100吨/天中性硼硅药用玻璃素管，以及产品深加工，项目总投资约6亿元。本次药玻项目采取跟投机制，除了旗滨集团公司出资以外，公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台也参与其中，彰显公司高管的信心。近几年我国药用玻璃市场规模已经增长至220亿左右，保持稳定增长，随着一致性评价机制的不断完善，中性硼硅玻璃的使用占比有望提升。中性硼硅玻璃主要供应企业多是肖特、电气硝子和康宁等国外企业，国内企业市场占有率较低。旗滨作为国内浮法龙头，每年保持稳定的研发投入，形成一定技术储备，高管跟投此项目，也是基于对自身技术实力的信任。随着国内企业技术逐步提升，有望开始实现中性硼硅玻璃的国产替代。

节能玻璃产能继续提升，高管增资电子玻璃

公司拟在浙江省湖州市长兴县投资新建节能玻璃工厂，项目预计总投资约6亿元。结合当地的浮法玻璃产能，有望进一步向下游延伸。此外高管成立投资平台进行增资醴陵电子玻璃，预计进入2020年后电子玻璃有望实现商业化运行，是公司实现产品高端化的重要一步。本次增资也是采取高管成立投资平台进行的，继续实践公司规划中要求的推动公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，长期绑定公司与核心高管的价值，也体现了高管对电子玻璃的信心。

供需紧升，2020年玻璃价格中枢有望抬高

随着竣工数据不断回升，新开工-竣工剪刀差逐步修复，预计2020年将持续改善；汽车需求也触底反弹，19年11月已经实现3.7%的正增长，因此看好整体玻璃需求的回升。根据中国玻璃期货网预计，明年具备冷修条件的玻璃生产线有14-15条左右，复产方面，18-19年大量生产线已经完成复产，剩下正在冷修的生产线已经所剩不多，具备复产条件的生产线约9-10条，考虑到部分新建产线，预计2020年全年净增生产线为负值。因此结合供需来看，明年整体的玻璃价格中枢会提高，而旗滨作为行业龙头，产能优势明显，因此业绩弹性也最大。成本方面，纯碱持续走低，此外公司提高石英砂矿的自给率，继续拉大与小企业的盈利差距。

投资建议：上调盈利预测，19-21年归母净利润由12.46、13.77、14.97亿元上调至13.38、16.34、18.46亿元，EPS为0.50、0.61、0.69元，对应的PE为11X、9X、8X倍，维持“买入”评级。

风险提示：大量生产线复产；房地产竣工需求大幅下滑；新开工项目不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,585.00	8,378.31	9,392.08	10,521.95	11,658.32
增长率(%)	8.96	10.46	12.10	12.03	10.80
EBITDA(百万元)	2,182.21	2,524.16	2,146.88	2,587.27	2,890.94
净利润(百万元)	1,142.65	1,207.66	1,338.14	1,633.50	1,845.59
增长率(%)	36.83	5.69	10.80	22.07	12.98
EPS(元/股)	0.43	0.45	0.50	0.61	0.69
市盈率(P/E)	12.91	12.22	11.03	9.03	7.99
市净率(P/B)	2.08	1.95	1.79	1.69	1.59
市销率(P/S)	1.95	1.76	1.57	1.40	1.27
EV/EBITDA	8.08	4.57	7.32	5.55	5.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.49元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,687.70
流通A股股本(百万股)	2,656.78
A股总市值(百万元)	14,755.49
流通A股市值(百万元)	14,585.74
每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	40.62
一年内最高/最低(元)	5.51/3.26

作者

盛昌盛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《旗滨集团-季报点评:需求拉动玻璃价格走高，三季度实现高增长》 2019-10-17
- 2 《旗滨集团-公司点评:中长期发展规划彰显成长性》 2019-09-19
- 3 《旗滨集团-半年报点评:H1玻璃价格承压，关注下半年需求回暖》 2019-08-20

1. 右翼产品高端化持续推进

公司 2019 年 9 月发布《中长期发展战略规划纲要（2019—2024）》公告，其中“一体两翼”战略中指出要右翼产品高端化，因此近期公司持续发布公告，落实高端产品的布局。首先公司拟投资中性硼硅药用玻璃项目，进入药用玻璃领域，扩大高端品类；其次投资建设长兴旗滨节能玻璃项目，加快产业链延伸，提高公司在玻璃深加工领域的竞争力；最后公司高管对醴陵电子玻璃公司进行增资跟投，彰显公司对高端电子玻璃的信心。综合来看，公司积极推进高端产品的布局，不断提升竞争力，有望在未来平抑周期波动，实现稳定增长。

1.1. 进军药用玻璃，中性硼硅玻璃市场潜力大

公司拟投资中性硼硅药用玻璃项目，项目计划分期建设，建设规模为 3 窑 8 线 100 吨/天中性硼硅药用玻璃素管，以及产品深加工，项目总投资约 6 亿元。与此前其他投资项目不同之处在于，本次药玻项目采取跟投机制，除了旗滨集团公司出资以外，公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台也参与其中，一方面是彰显公司高管的信心，另一方面也是对此前战略规划纲要里风险共担、收益共享的机制的实践，跟投机制有望加快项目的推进与实施，提升投资决策效率，进一步降低了投资风险。

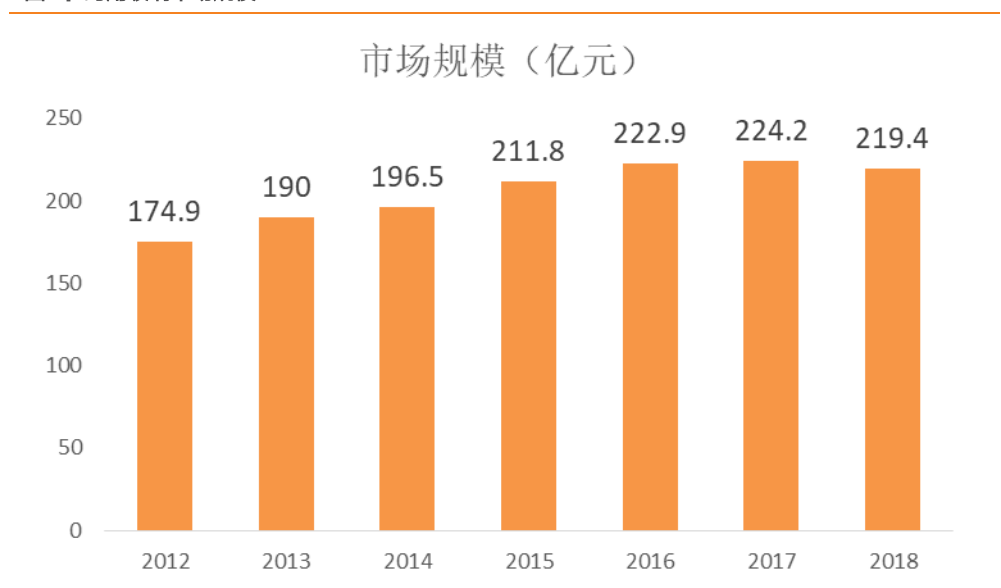
表 1：中性硼硅药用玻璃素管项目（一期）基本情况

项目名称	中性硼硅药用玻璃素管项目（一期）
计划投资金额	15,528 万元
设计产能	3 窑 8 线 100 吨/天
预计一期项目建设周期	12 个月
预计营业收入	平均 10,029 万元/年
预计净利润	平均 3,300 万元/年
预计动态投资回收期	3.74 年（不含建设期）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

药用玻璃是医药包装行业里的重要细分行业，一般是指玻璃瓶罐及器皿，包括生物制品、血液制品、口服液、注射剂、保健品等。随着医疗市场及保健品市场的不断扩张，近几年我国药用玻璃市场规模已经增长至 220 亿左右，保持稳定增长。

图 1：药用玻璃市场规模



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

虽然我国药用玻璃市场较大，但是占比较大的药用玻璃是三类瓶和二类瓶，即钠钙玻璃和低硼硅玻璃，而一类瓶（中硼硅玻璃）的占比较少，根据《中国药用玻璃包装深度调研与投资战略报告(2019版)》显示，2018年的中硼硅使用量大概仅占7%~8%左右。中硼硅玻璃相对于钠钙和低硼硅玻璃制品，线热膨胀系数更低，不容易产生炸裂纹、破碎和玻璃屑，化学性更加稳定，而且耐水性能更好，装填药物药效衰减、药品不治病的概率大大降低。此外，国家药品监督管理局（CDE）发布的《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》中指出，注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃，随着一致性评价技术要求的不断完善，中硼硅玻璃制品的占比有望进一步提升。

表 2：国内中性硼硅玻璃管主要供应企业

公司	产量（吨/年）	全球市占率	产地
德国肖特 SCHOTT 集团	117,000	57%	德国、巴西、西班牙、印度
日本电气硝子 NEG	48,000	11%	日本
美国康宁 CORNING	-	-	美国

资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

我国有大量药用玻璃生产企业，然而大多是生产钠钙玻璃和低硼硅玻璃。中性硼硅玻璃主要供应企业多是肖特、电气硝子和康宁等国外企业，国内企业仅有山东药玻、四星玻璃等，市场占有率较低。短期内市占率低主要还是中性硼硅玻璃的生产技术难度较大，旗滨作为国内浮法龙头，每年保持稳定的研发投入，形成一定技术储备，高管跟投此项目，也是基于对自身技术实力的信任。随着国内企业技术逐步提升，有望开始实现中性硼硅玻璃的国产替代。

1.2. 节能玻璃产能继续提升

中长期规划中公司指出在 2024 年节能玻璃产能规模增加 200%以上，因此公司近期发布公告，公司拟在浙江省湖州市长兴县投资新建节能玻璃工厂，项目预计总投资约 6 亿元。公司在绍兴、平湖和长兴都有浮法玻璃生产基地，便于为深加工提供稳定的原片。此外浙江生产基地主要面向长三角市场，长三角地区经济发展快，产业园区、公共建筑项目容量巨大，叠加“旧改”的推行，当地玻璃市场有望迎来稳定增长，公司也适时加快布局该区域节能玻璃产能，继续向下游延伸。

表 3：长兴旗滨节能玻璃项目基本情况

项目名称	长兴旗滨节能玻璃项目
计划投资金额	6 亿元
设计产能	中空玻璃 240 万平方米 单片镀膜玻璃 480 万平方米 钢化夹层玻璃 15 万平米 钢化玻璃 20 万平米
预计一期项目建设周期	2 年
出资方式	公司自筹及融资解决

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 高管增资电子玻璃，合伙人机制彰显信心

醴陵旗滨电子玻璃有限公司获得增资，由公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台认缴，增资后醴陵电子玻璃的注册资本由 15,000 万元增加至 18,164 万元。增资方（跟投平台）合计将获得醴陵电子玻璃 17.42%的股权。公司醴陵电子 65 吨级高性能电子玻璃生产线在 19 年 8 月末实现印板，产品质量逐步提升，10 月中旬产品颜色、透过率、渗锡、波纹度、微划伤、厚薄差、气泡等多项关键指标已达到相关要求，个别指标正在进

一步完善和提升，预计进入 2020 年后电子玻璃有望实现商业化运行，是公司实现产品高端化的重要一步。本次增资也是采取高管成立投资平台进行的，继续实践公司规划中要求的推动公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，长期绑定公司与核心高管的价值，也体现了高管对电子玻璃的信心。

2. 供紧需升，2020 年玻璃价格中枢有望抬高

我们在年度策略报告中有指出，随着竣工数据不断回升，新开工-竣工剪刀差逐步修复，预计 2020 年将继续改善，因此看好整体玻璃需求的回升。供给方面预计明年新增及复产产能有限，冷修产线依旧较多，整体看在产产能变化不会太大，甚至有望小幅下降。因此结合供需来看，明年整体的玻璃价格中枢会提高，而旗滨作为行业龙头，产能优势明显，因此业绩弹性也最大。

2.1. 新增及复产有限，供给有望小幅下降

自从供给侧改革以来，玻璃行业的去产能行动一直在进行，其中华北地区受环保政策影响，执行较为到位，随着新增产能的逐步减少，自 2017 年以来每年净增产线变化逐步稳定，相比前几年的产能变化幅度明显减少，玻璃生产线的寿命一般在 5-8 年，2012 至 2013 年投产的新线即将进入冷修周期，而且 2012 年之前仍有众多产线没有冷修，根据中国玻璃期货网预计，明年具备冷修条件的玻璃生产线有 14-15 条左右。复产方面，18-19 年大量生产线已经完成复产，剩下正在冷修的生产线已经所剩不多，具备复产条件的生产线约 9-10 条，考虑到部分新建产线，预计 2020 年全年净增生产线为负值。

表 4：2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况

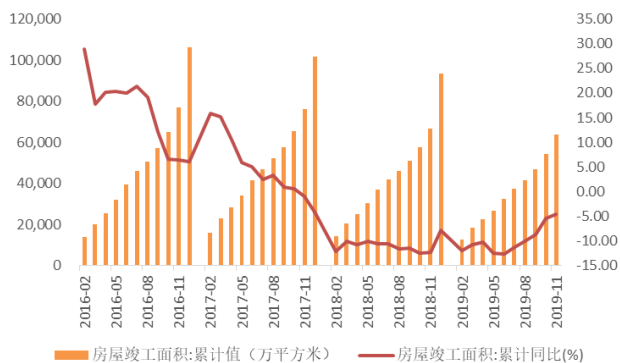
年份	新点火产线（条）	复产产线（条）	冷修产线（条）	净增产线（条）
2012	19	13	25	7
2013	29	8	11	26
2014	23	9	38	-6
2015	10	17	43	-16
2016	9	22	15	16
2017	4	14	24	-6
2018	5	18	20	3
2019.12	3	15	19	-1
2020E	3-4	9-10	14-15	-3-0

资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

2.2. 地产、汽车需求均出现回升，玻璃价格有望走高

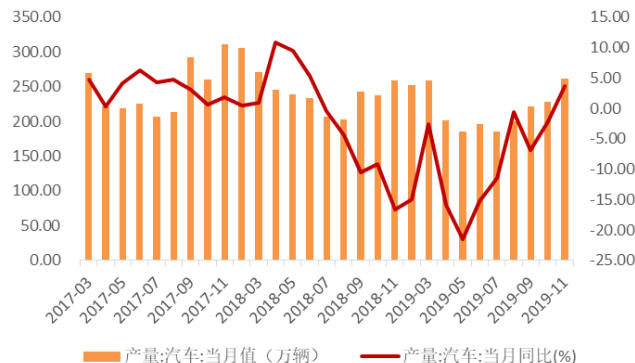
地产和汽车是玻璃的主要需求来源，2019 年下半年以来均出现了不同程度的回暖。首先是地产竣工端开始复苏，表面数据来看，虽然房屋竣工面积继续维持负增长，但是降幅收窄明显，尤其是在下半年，由 6 月竣工累计同比下滑 12.7%，到 11 月竣工累计同比下滑 4.5%，降幅收窄了 8.2 个百分点，改善显著。2017 年二季度开始出现了剪刀差，新开工的增速好于竣工，主要是房地产开发企业在 17-18 年加快了拿地、开工的周转速度，此前我们判断，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，因此 19 年竣工有望恢复，事实表明进入 19 年下半年以来，竣工需求确实有所改善，我们预计竣工的恢复至少贯穿 2020 年至 2021 年上半年，对玻璃需求有积极的提振作用。

图 2：房屋竣工面积累计值及累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：汽车单月产量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

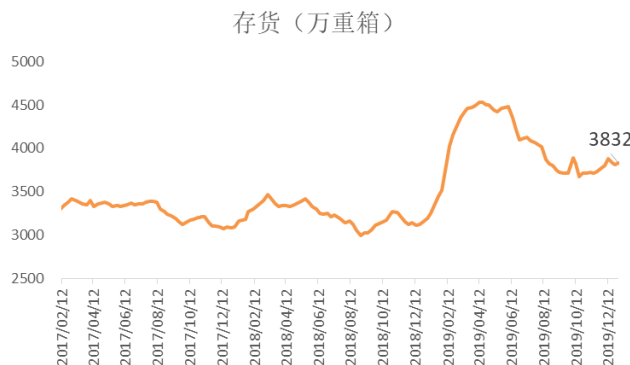
汽车作为玻璃的第二大需求，也从 2019 年下半年逐步改善。受房地产挤压可选消费、前期高油价以及新国六标准的推行，18 年产量数据不乐观，导致汽车产量在 18 年 5 月之后有所下滑。2019 年受到 18 年低基数效应，单月汽车产量增速有所改善，11 月已经实现 3.7% 的正增长，随着贸易战的稳定以及整体经济企稳，汽车需求有望继续触底反弹，从而带动玻璃需求向好。

图 4：玻璃均价



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 5：玻璃厂家库存



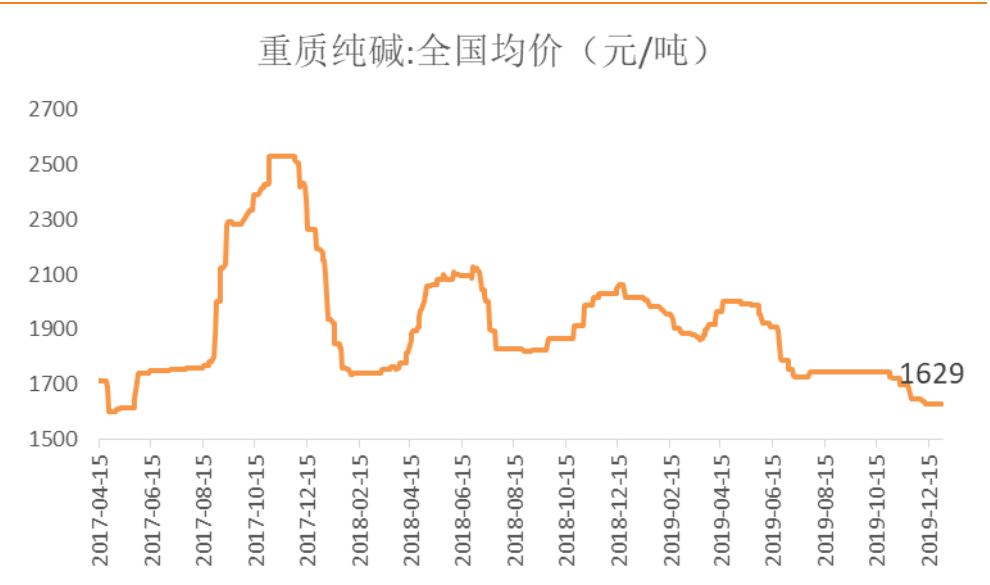
资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

结合供需情况来看，由于 2019 年下半年需求较好，厂家库存下降明显，也带动玻璃价格走高，高点在 11 月达到了 1685 元/吨。短期来看随着天气变冷以及开工数量减少，库存有一定增加，预计在 2020 年二季度开始，伴随的下游开工的复工，需求有望逐步恢复，库存也有望降低；价格方面，预计短期淡季会有所调整，但是因为供给偏紧，降幅预计不会特别大，叠加地产和汽车在 2020 有望延续涨势，因此估计 2020 年的玻璃价格会在二季度抬头，而且价格中枢高于 2019 年。

2.3. 纯碱低价运行，龙头企业盈利打开

玻璃主要成本纯碱持续走低，主要是纯碱行业产能略有增加，纯碱价格从超过 2000 元/吨持续下跌到近期的 1629 元/吨，对下游的玻璃企业来说，在玻璃价格不断走高的情况下，成本端还能不断下降，玻璃企业的盈利情况在下半年有较大改善。玻璃生产的另一项成本石英砂的价格，受到矿产开采的限制，价格出现了大幅度的上涨，对没有矿山资源的小企业来说，形成较大冲击。旗滨集团在 19 年年初获得了开发建设醴陵市浦口镇十八破矿山的开采权，并扩建石英砂生产基地，提高石英砂的自给率，相比其他企业进一步扩大了盈利规模。

图 6：全国纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 投资建议

产量方面，预计 2020 年产量与 2019 年接近，19 年 11 月冷修的漳州 5 线有望在 2020 年上半年复产；价格方面，我们判断行业玻璃价格中枢会进一步提升，旗滨弹性最大。此外 18-19 年公司的深加工业务主要在开拓市场、建立品牌，2020 年有望开始贡献业绩，随着电子玻璃、超白玻璃的商业化运行，公司正沿着长期规划的节奏逐步成长。因此上调盈利预测，19-21 年归母净利润由 12.46、13.77、14.97 亿元上调至 13.38、16.34、18.46 亿元，EPS 为 0.50、0.61、0.69 元，对应的 PE 为 11X、9X、8X 倍，维持“买入”评级。

风险提示：大量生产线复产；房地产竣工需求大幅下滑；新开工项目不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	681.20	434.83	751.37	841.76	932.67	营业收入	7,585.00	8,378.31	9,392.08	10,521.95	11,658.32
应收票据及应收账款	81.69	137.41	308.16	150.41	357.68	营业成本	5,153.43	5,966.11	6,612.03	7,275.93	8,050.07
预付账款	17.87	38.05	42.55	41.11	47.61	营业税金及附加	143.88	117.03	131.49	147.31	163.22
存货	593.85	705.29	1,598.32	588.66	2,138.97	营业费用	46.03	107.51	112.70	121.00	132.90
其他	724.49	767.50	528.43	690.15	676.67	管理费用	790.41	507.38	516.56	547.14	594.57
流动资产合计	2,099.09	2,083.09	3,228.83	2,312.09	4,153.59	研发费用	254.47	310.50	281.76	294.61	303.12
长期股权投资	39.54	37.25	37.25	37.25	37.25	财务费用	103.96	100.00	190.24	268.92	307.86
固定资产	7,870.44	8,339.61	8,578.51	8,759.16	8,778.85	资产减值损失	67.75	59.66	50.00	40.00	40.00
在建工程	1,128.43	864.28	998.57	959.14	755.48	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	845.75	831.56	808.65	785.74	762.84	投资净收益	0.05	32.74	9.63	9.63	9.63
其他	732.89	681.76	3,676.00	4,684.89	6,019.32	其他	(324.24)	(171.77)	(19.26)	(19.26)	(19.26)
非流动资产合计	10,617.05	10,754.45	14,098.98	15,226.19	16,353.75	营业利润	1,349.26	1,349.15	1,506.93	1,836.66	2,076.21
资产总计	12,716.13	12,837.55	17,327.81	17,538.28	20,507.34	营业外收入	18.82	8.61	8.00	10.00	8.87
短期借款	280.32	490.45	3,143.50	3,507.98	5,101.31	营业外支出	16.18	10.72	12.00	12.00	12.00
应付票据及应付账款	773.99	917.81	1,345.42	905.97	1,603.74	利润总额	1,351.89	1,347.05	1,502.93	1,834.66	2,073.08
其他	937.15	1,185.63	1,399.02	1,641.02	1,855.43	所得税	210.12	139.38	165.32	201.81	228.04
流动负债合计	1,991.45	2,593.88	5,887.93	6,054.97	8,560.48	净利润	1,141.78	1,207.66	1,337.61	1,632.85	1,845.04
长期借款	1,915.57	1,483.37	1,904.07	1,350.00	1,368.65	少数股东损益	(0.87)	0.00	(0.54)	(0.65)	(0.55)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,142.65	1,207.66	1,338.14	1,633.50	1,845.59
其他	1,731.55	1,190.24	1,298.76	1,406.85	1,298.62	每股收益(元)	0.43	0.45	0.50	0.61	0.69
非流动负债合计	3,647.12	2,673.61	3,202.83	2,756.85	2,667.27						
负债合计	5,638.58	5,267.49	9,090.76	8,811.82	11,227.75						
少数股东权益	0.00	0.00	(0.51)	(1.15)	(1.69)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,692.51	2,688.36	2,687.70	2,687.70	2,687.70	成长能力					
资本公积	1,787.40	1,891.94	1,891.94	1,891.94	1,891.94	营业收入	8.96%	10.46%	12.10%	12.03%	10.80%
留存收益	4,643.63	5,148.41	5,549.85	6,039.90	6,593.58	营业利润	43.39%	-0.01%	11.69%	21.88%	13.04%
其他	(2,045.98)	(2,158.66)	(1,891.94)	(1,891.94)	(1,891.94)	归属于母公司净利润	36.83%	5.69%	10.80%	22.07%	12.98%
股东权益合计	7,077.56	7,570.05	8,237.05	8,726.46	9,279.59	获利能力					
负债和股东权益总	12,716.13	12,837.55	17,327.81	17,538.28	20,507.34	毛利率	32.06%	28.79%	29.60%	30.85%	30.95%
						净利率	15.06%	14.41%	14.25%	15.52%	15.83%
						ROE	16.14%	15.95%	16.24%	18.72%	19.89%
						ROIC	14.38%	16.45%	17.00%	20.35%	25.44%
						偿债能力					
						资产负债率	44.34%	41.03%	52.46%	50.24%	54.75%
						净负债率	21.97%	26.40%	56.41%	49.27%	63.60%
						流动比率	1.05	0.80	0.55	0.38	0.49
						速动比率	0.76	0.53	0.28	0.28	0.24
						营运能力					
						应收账款周转率	34.99	76.48	42.16	45.89	45.89
						存货周转率	8.77	12.90	8.15	9.62	8.55
						总资产周转率	0.60	0.66	0.62	0.60	0.61
						每股指标(元)					
						每股收益	0.43	0.45	0.50	0.61	0.69
						每股经营现金流	0.88	0.77	-0.37	0.87	0.11
						每股净资产	2.63	2.82	3.06	3.25	3.45
						估值比率					
						市盈率	12.91	12.22	11.03	9.03	7.99
						市净率	2.08	1.95	1.79	1.69	1.59
						EV/EBITDA	8.08	4.57	7.32	5.55	5.06
						EV/EBIT	12.74	6.98	9.27	6.82	6.14

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,141.78	1,207.66	1,338.14	1,633.50	1,845.59
折旧摊销	836.60	914.43	449.72	481.69	506.87
财务费用	124.28	126.47	190.24	268.92	307.86
投资损失	(0.05)	(32.74)	(9.63)	(9.63)	(9.63)
营运资金变动	37.85	(778.13)	(2,964.51)	(24.27)	(2,362.12)
其它	211.38	628.70	(0.54)	(0.65)	(0.55)
经营活动现金流	2,351.84	2,066.38	(996.58)	2,349.56	288.02
资本支出	519.55	1,600.64	691.48	491.91	408.23
长期投资	(1.18)	(2.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,849.22)	(2,470.90)	(1,481.85)	(1,082.28)	(698.60)
投资活动现金流	(1,330.85)	(872.54)	(790.37)	(590.37)	(290.37)
债权融资	2,235.89	2,433.19	5,397.52	5,141.08	6,834.10
股权融资	208.75	(7.75)	75.82	(268.92)	(307.86)
其他	(3,639.33)	(3,815.86)	(3,369.86)	(6,540.96)	(6,432.99)
筹资活动现金流	(1,194.70)	(1,390.42)	2,103.48	(1,668.80)	93.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(173.71)	(196.59)	316.54	90.39	90.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com