

行业研究

浮法悲观情绪或见底、弹性可期，中长期看新品成长属性

——玻璃行业跟踪研究报告之一

要点

浮法玻璃有需求支撑，玻璃企业盈利或已见底

需求侧：后续随着地产链资金压力缓解，我们判断开发贷放松+预售资金管理的政策组合或使竣工增速回归正常趋势，甚至可能出现竣工加速的情景。从传导路径而言，此前被压制的玻璃需求将迎来新一轮释放。

供给侧：浮法玻璃价格虽在相对高位，但原材料因素已致行业接近盈亏平衡线。目前窑龄 10 年以上的产能总计 8850T/D（共 14 条线），若价格进一步下行或可加剧冷修规模及速度，进而放大 22H1 供需缺口，并加剧浮法玻璃价格向上弹性。另一方面，若现阶段玻璃价格企稳回升，企业盈利边际改善，但或将削弱后续向上动能。

淡季库存下降：11 月中下旬以来，玻璃需求逐步进入淡季。现阶段观察到库存连续两周环比下降，主要是贸易商及加工企业从“去库”向“补库”的转变。

浮法弹性可期，中长期看新品成长属性

竣工链：周期优于成长。虽然我们强调对 22 年竣工需求并不悲观，但同时我们承认中长期竣工需求逐阶减弱乃至下滑已是必然趋势，故而竣工产业链的向上估值弹性受到压制。不过，对于浮法玻璃而言，短期供需错配所带来业绩弹性的影响因子较估值更为重要。

中长期视角，浮法玻璃成长性突围，新品值得期待。部分优秀的浮法玻璃企业已聚焦新产品新领域的拓展，虽然最终产品的验证及利润贡献仍需时间验证，但我们相信再经过 1-2 年的时间维度，其新产品及新业务终将绽放光彩。

投资建议：不止于浮法玻璃弹性，更期待企业二次成长曲线

旗滨集团：我们继续坚定推荐，不仅在于玻璃价格上涨预期的催化，更为看重企业的长期成长属性。1、公司将于 22 年投产光伏压延玻璃产线，规模达到 6000t/d。2、公司超白浮法玻璃应用于光伏组件面板实现技术重大突破，若实现大规模推广，浮法资产有望迎来价值重估。公司已开启浮法产线用于光伏领域的探索，未来依靠压延玻璃渠道协同，即使应用于背板也可带来自身价值的提升。3、公司不断向节能、电子、医药玻璃等方面进行业务拓展，上述领域均属成长性赛道。

南玻 A：同样受益于浮法玻璃价格上涨预期，并在电子玻璃方向持续突破。公司已成功实现高铝二代 KK6 玻璃批量生产及市场化销售，成功打破国际巨头在高端电子玻璃的技术垄断。高铝三代产品 KK8 已在实验室研制成功，继续填补国内空白。21Q3 公司再度计提大额资产减值损失达 6.72 亿元。公司相关业务资产已大部分计提完毕，卸下历史包袱，前行更为稳健。

风险分析：浮法玻璃价格回升不及预期；原燃材料成本压力提升；超白浮法玻璃应用光伏领域进度不及预期；企业新业务拓展不及预期。

非金属材料类建材
增持（维持）

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

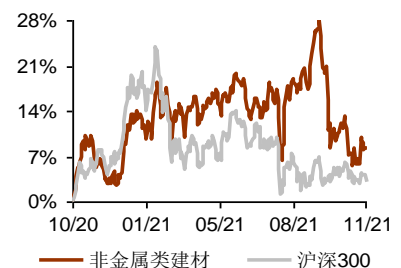
fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601636.SH	旗滨集团	15.98	0.68	1.88	1.80	23.5	8.5	8.9	买入
000012.SZ	南玻 A	9.81	0.25	0.75	1.00	39	13	10	买入

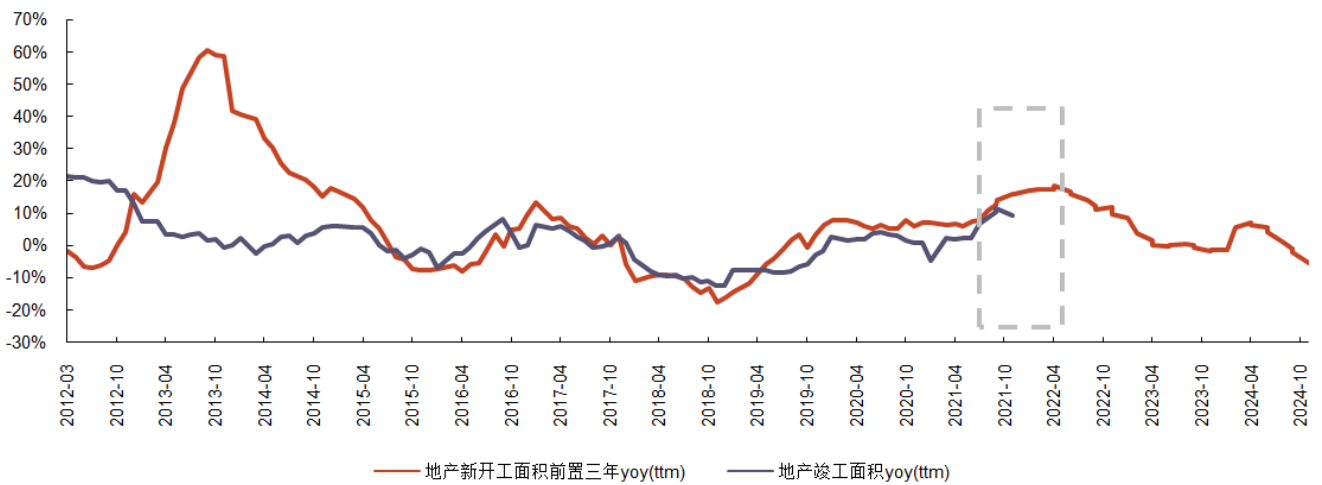
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-30

1、竣工对浮法玻璃需求有正向拉动

周期品的关键是供需缺口，而非中期需求趋势

如图 1 所示，2012-2021 年新开工-竣工传导周期约为 3 年。本轮周期，地产新开工面积增速于 2015Q4 见底后开始上行，于 2019Q2 见顶，上行周期约为 3.5 年。按照正常传导逻辑，地产竣工面积增速或将于 2022Q2 前后见顶，2022 年全年竣工仍有望实现正增长。虽然从新开工数据测算、中期视角竣工数据走弱乃至负增长已为定数，但对于以浮法玻璃为代表的周期品而言，供需缺口仍是利润弹性的核心影响因素。

图 1：新开工面积（前置三年）与竣工面积增速



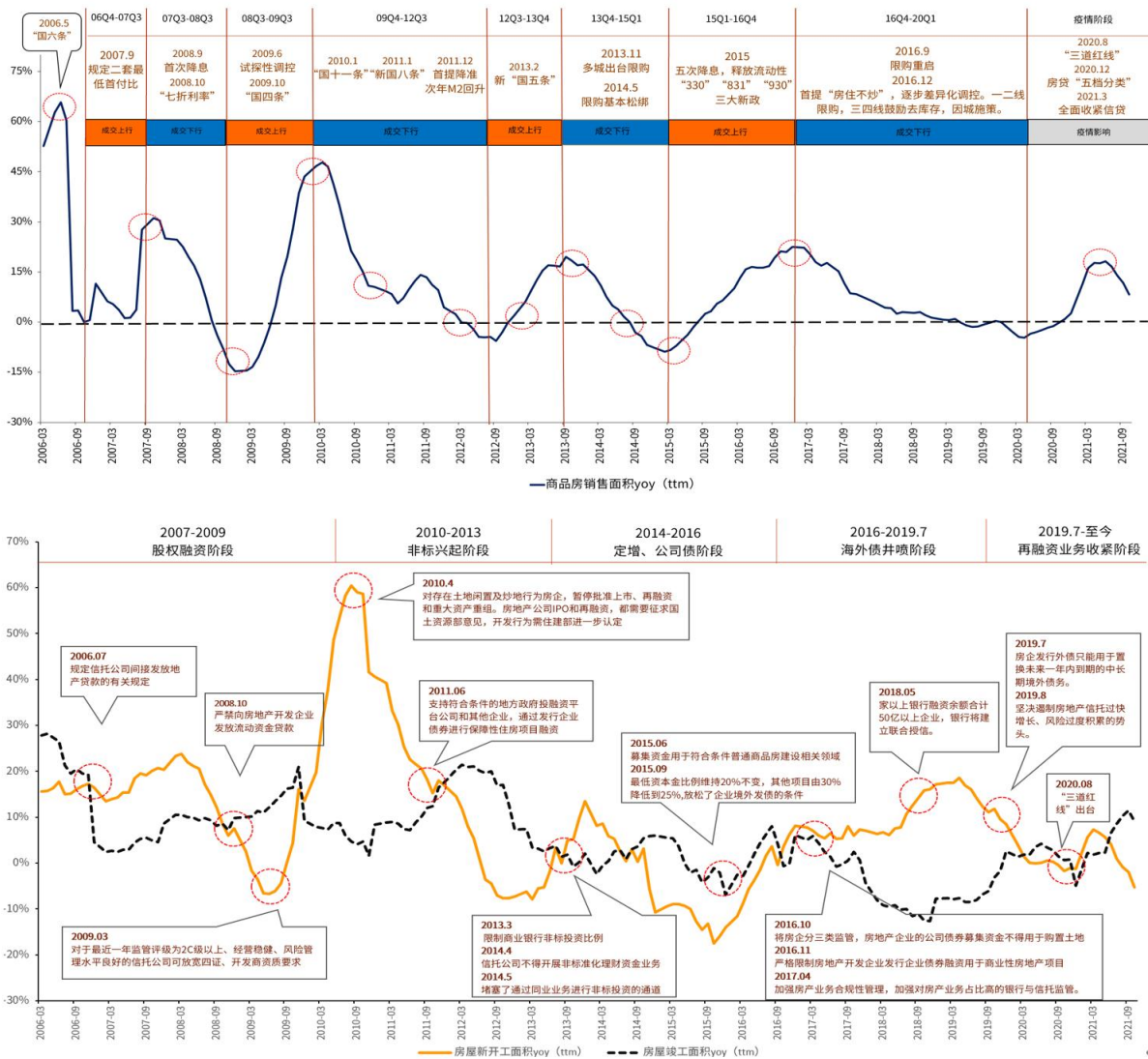
资料来源：wind，光大证券研究所

2021 年 Q3，竣工数据走弱且与新开工平移拟合数据偏离较大，主要受地产资金链紧张影响。高周转模式下，地产企业对杠杆及现金流周转的使用达到极致，虽然“三道红线”、“贷款两集中”、预售资金管理政策本质是要引导房地产行业平稳健康发展、避免风险的持续累积，但客观上导致地产企业“去杠杆”及现金流周转放缓，进而使地产产业链资金趋紧，在负面预期不断自我强化的情景下，房屋施工放缓乃至“烂尾”的风险逐步加大。考虑到“保交付”是重要政策导向，近期融资政策逐步打破前期负面预期循环，我们判断后续竣工数据将逐步回归正常趋势。

不同以往，本轮政策的边际放松更多是保交付防风险，而非需求侧刺激

从历史地产周期观察，过往地产周期底部的拐点多以需求侧刺激为主，如“降息”或“降低首付比例”或“放松限购”等；本轮政策的边际放松更多体现在保障地产商合理资金需求角度，可以理解为更多是基于“保交付”及“防风险”的考量。

图 2：2007 年以来地产周期及政策变迁



资料来源：wind，光大证券研究所

政策组合：开发贷放松+预售资金管理趋严=竣工率先反弹

预售资金管理趋严于开发商而言类同于“现房销售回款”

期房销售是地产高周转模式的前提，同时相对宽松的预售资金管理则进一步放大了地产企业的经营杠杆。由于地产企业资金链趋紧，负面预期逐步自我强化，出于“保民生”及“保交付”的考虑，各地地方政府进一步加强对预售资金管理，导致项目销售与资金回流（地产商总部资金回流）的一一对应关系被打破。

2021 年 7 月，住建部会同八部门发布《关于持续政治规范房地产市场秩序的通知》，明确在房屋买卖环节重点整治挪用交易监管资金的问题。9 月以来，房企风险不断暴露，房屋交付延期预期增加，多地开始加大预售资金监管力度。预售资金监管政策收紧主要体现在：1) 预售资金全部存入监管账户，堵住此前首付、定金挪用漏洞；2) 加强预售资金存取的全程监管，确保项目工程建设资金需求。

表 1：预售资金监管相较前期趋严

时间	城市	政策	内容
2021.7	住建部	《住房和城乡建设部等 8 部门关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》	明确在房屋买卖环节重点整治挪用交易监管资金的问题。
2021.9	东莞	《关于加强商品房预售款收存管理的通知》	将商品房预售资金，包括购房人按照认购协议、合同约定支付的全部房价款（含定金、首付款、分期付款、全款及按揭贷款等所有预售款）全部存入预售款专用账户。
2021.9	重庆	《关于加强房地产开发项目预售资金监管的通知》	取消此前预售资金监管比例的核减规定，全部按照之前的最高标准——“纳入监管的首付款按照预售总额的 35%确定”。
2021.10	广州	《广州市商品房交易风险提示》	提醒购房者注意：支付预售款时，要直接存入商品房预售款专用账户，以免开发商挪用资金。
2021.10	青岛	《青岛市商品房预售资金监管暂行实施细则》	预售商品房时，预售人需将预售资金监管相关规定告知承购人，并将监管全部信息记载于《商品房预售合同》。资金入账进行信息核验，并按项目工程建设进度进行协议监管资金提取。
2021.11	成都	《成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室关于进一步明确商品房预售款监管有关事项的通知》	各区（市）县人民政府（管委会）可根据风险防控需要，指定单位另设监管专户（原则上监管银行不变），确定监管部门严格监督预售款收存、支取，对每笔资金审核用途后，直接划转至施工、材料等收款单位银行账户。
2021.11	北京	《北京市商品房预售资金监督管理办法（2021 年修订版公开征求意见稿）》	当预售项目存在重大风险隐患时，区住房城乡建设部门应全面接管预售资金监管账户或建立政府监管账户，实施封闭管理保障资金安全，优先用于工程建设。定金也需要直接存进监管账户。预售资金重点监管额度提升至每平方米不低于 5000 元。
2021.11	石家庄	住建局公告	商品房预订款、首付款及按揭款等款项要全部纳入监管专用账户，预售资金用于项目工程建设支出。2021 年 11 月 8 日后出让的房地产开发项目，预售形象进度达到封顶后，方可办理预售许可审批手续。重点加强项目预售后期工程建安成本资金的监督管理，专项用于工程款项支取，确保项目完全达到交付使用条件。
2021.11	漳州	《预售资金监管实施细则》	原则上一个预售许可申请只设立一个监管账户；监管账户专用于商品房预售资金的缴存和拨付，不得开通任何形式的非柜台渠道业务。
2021.11	厦门	《厦门市商品房预售管理规定（修订草案征求意见稿）》	要求商品房预售资金应当全部存入预售资金监管专用账户，纳入监管，在后续留存资金额度上，要求完成主体结构工程二分之一以上的，留存资金额度为初始留存资金额度的 50%；项目竣工的，留存资金额度为初始留存资金额度的 5%。

资料来源：各地政府部门网站，光大证券研究所整理

地方政府通过预售资金管理调节，激励地产商加快竣工。在监管违规挪用的同时，不同地区也在通过差异化资金监管鼓励房企加快项目施工。如成都市出台《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》，在项目施工达到结构封顶、项目并联竣工验收备案等核心节点后，提升预售资金支取比例。

开发贷逐步放松，地产商合理资金需求或得到保障

自 2021 年 9 月开始，各种维稳政策频出，地产融资环境开始全面回暖，要求满足房地产市场合理资金需求。11 月，保利发展、招商蛇口等多家房企启动在银行间市场注册发行债务融资工具。此外，开发贷亦有管控放松预期。

2021 年 11 月 19 日，中国银保监会新闻发言人在答记者问中提到，10 月末，银行业金融机构房地产贷款同比增长 8.2%，整体保持稳定。

表 2：房地产供给端维稳政策一览

时间	部门	政策/活动名称	内 容
2021.9	中国人民银行	货币政策委员会 2021 年第三季度例会	提出“两维护”：“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”
2021.9	中国人民银行、银保监会	房地产金融工作座谈会	围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，
2021.10	中国人民银行	2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会	表示：部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。
2021.10		2021 金融街论坛年会	刘鹤副总理表示：要推动中小金融机构改革化险，处置好少数大型企业违约风险。“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。”
2021.10	国家发改委和国家外汇管理局		联合召集 8 家房地产开发企业，就美元债到期、兑付资金准备、再融资等相关情况进行摸底及沟通。
2021.11	中国银行间市场交易商协会	房企代表座谈会	部分参会的房企有计划在银行间市场注册发行债务融资工具，此后保利发展、招商蛇口等多家房企启动相关工具。
2021.11	银保监会	就近期热点问题答记者问	10 月末，银行业金融机构房地产贷款同比增长 8.2%，整体保持稳定，房地产合理贷款需求得到满足。
2021.11	中国人民银行	三季度货币政策执行报告	配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益。

资料来源：各政府部门网站，光大证券研究所整理

开发贷放松叠加预售资金管理，导致竣工交付或进一步加快。我们判断，后续竣工数据将强于销售数据、强于新开工数据；竣工数据将回归正常趋势，交房延期或“烂尾”风险将大幅降低。不过，我们强调由于新开工数据的传导，未来 3 年竣工数据将逐级走弱，从增速放缓走向负增长，但对于竣工环节周期品而言，短期的供需缺口对于利润的影响因素较大。

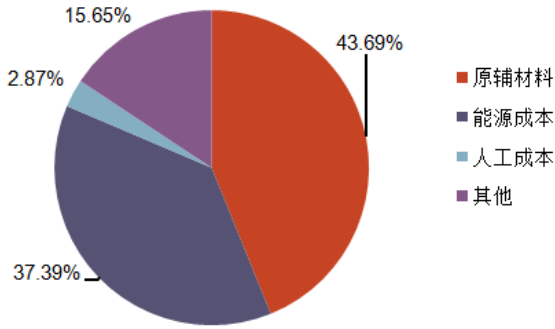
2、浮法玻璃行业盈利已近盈亏平衡线

玻璃价格虽处相对高位，但原材料成本高企已影响行业利润

玻璃的生产成本可以大致分成原材料、燃料、制造费用和人工费用四大部分，以金晶科技（2020年）为例，占比分别为44%、37%、16%和3%。其中，原材料主要包括纯碱、硅砂、白云石和石灰石等，燃料主要分为四大类：石油焦、天然气、煤制气和燃料油。纯碱和燃料在成本占比中最高，且采购随行就市，二者价格变动对玻璃企业生产成本影响很大。

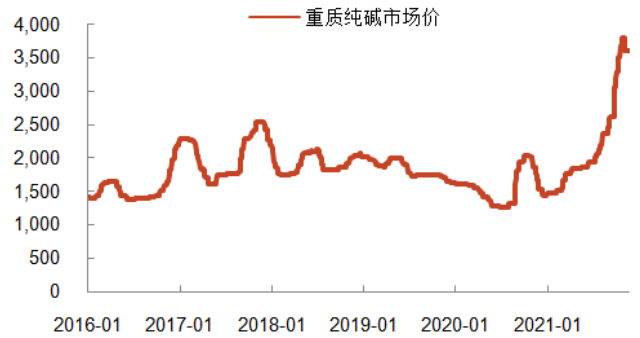
纯碱是同质化的化工品，各个企业在采购价格、渠道和供应品质方面没有太大差别，因此选用不同燃料产线的生产成本有较大差异。此外，企业有无自备石英砂资源也将一定程度上影响盈利水平。

图 3：金晶科技玻璃成本构成（2020 年）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：重质纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所 截至 2021 年 11 月

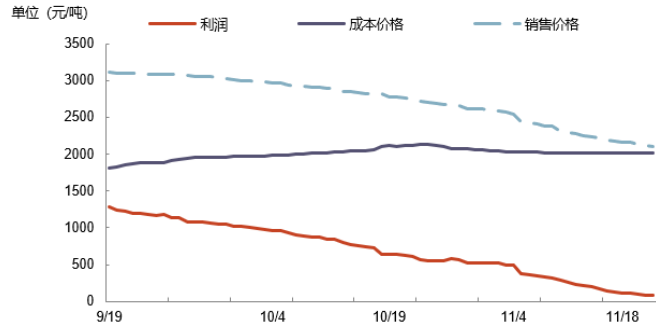
当前浮法玻璃价格仍然处于相对高位，但纯碱以及燃料成本压力始终没有减弱，部分企业利润水平已达盈亏平衡线附近。根据卓创资讯数据，当前浮法玻璃利润已降至 80 元/吨左右；隆众资讯数据显示，以天然气为燃料的浮法玻璃单吨利润亦不足百元。随着采暖季来临，部分地区天然气价格或将进一步攀升，我们认为部分窑龄到期产线冷修积极性有望提升，后续或将再次迎来冷修小高潮。当前以金晶三线为代表的产线已开启冷修，未来供给收缩预期较强。

图 5：不同燃料结构的玻璃产线利润水平



资料来源：隆众资讯，光大证券研究所 截至 2021 年 11 月

图 6：浮法玻璃行业整体盈利水平



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所 截至 2021 年 11 月

若浮法玻璃价格继续下行，冷修数量将增多，或可放大 22H1 供需缺口

玻璃熔窑一般正常冷修周期为 8-10 年。玻璃企业通常会根据市场景气情况以及盈利水平选择冷修、热修或复产等手段调节供给。据隆众资讯统计，当前窑龄超 10 年的生产线数量在 14 条左右。若其中有一半冷修，则将存在 7 条产线的产能缩减预期。按照单线平均产能 600t/d 计算，则冷修产能约为 4200t/d，占到当前在产产能的 2.5%左右。

表 3：窑龄超 10 年产线统计

序号	投产时间	地区	企业名称	产线名称	日熔量
1	2007 年 11 月	河北	河北沙河安全公司	三线	500T/D
2	2010 年 1 月	河北	秦皇岛北方集团工业园	二线	600 T/D
3	2010 年 2 月	四川	明达玻璃（成都金堂）	二线	700T/D
4	2010 年 2 月	河北	河北沙河德金玻璃	二线	500 T/D
5	2010 年 3 月	江苏	中国玻璃	东台二线	600 T/D
6	2010 年 4 月	河北	河北迎新玻璃	行唐二线	500 T/D
7	2010 年 6 月	河北	沙河长城玻璃	五线	900 T/D
8	2010 年 6 月	福建	福耀集团	二线	450 T/D
9	2010 年 7 月	湖北	长利（汉南）玻璃	二线	1000 T/D
10	2010 年 8 月	浙江	浙江玻璃	一线	400 T/D
11	2011 年 1 月	浙江	福莱特	嘉兴一线	600 T/D
12	2011 年 1 月	广东	江门信义	一线	600 T/D
13	2011 年 2 月	河北	河北迎新玻璃	行唐三线	800 T/D
14	2011 年 6 月	江苏	吴江南玻	一线	700 T/D
合计					8850T/D

资料来源：隆众资讯，光大证券研究所

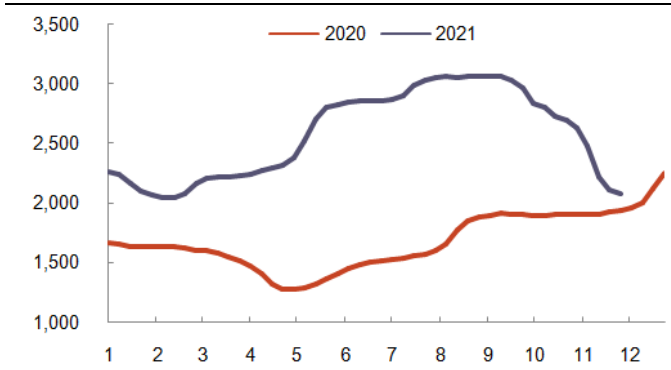
若现阶段浮法玻璃价格进一步下行，或可导致冷修规模加大。在对 22 年竣工仍可保持正增长的判断下（前高后低），冷修或将放大供需缺口，进而使后续浮法玻璃价格更具向上弹性。另一方面，若现阶段浮法玻璃价格企稳回升，企业盈利将改善，但后续浮法玻璃价格弹性则将受限。

3、库存开始企稳，底部信号或已出现

淡季库存连续两周出现下降

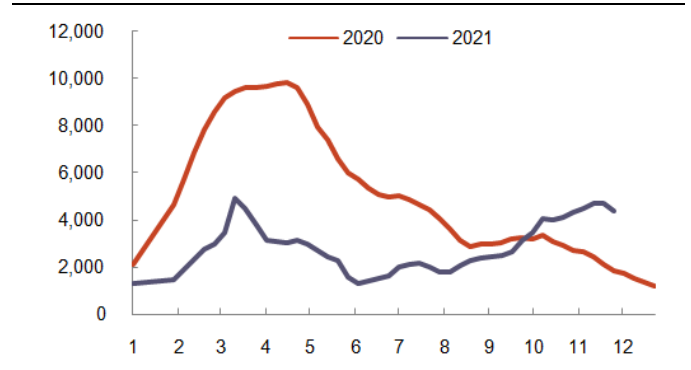
库存连续两周下行，已现积极信号，玻璃价格或已触底。根据同花顺数据，截至2021年11月26日，全国样本企业总库存为4363万重箱，较年内低点增加142%，环比上周减少7.2%；浮法玻璃均价为2076元/吨，较年内高点下调32.2%，环比上周下跌1.8%。

图7：全国浮法玻璃平均价格走势（元/吨）



资料来源：同花顺，光大证券研究所 注：截至2021年11月26日

图8：浮法玻璃总库存变化趋势（万重箱）



资料来源：同花顺，光大证券研究所 注：截至2021年11月26日

定性跟踪：贸易商与深加工企业从“去库”向“补库”

2021年上半年玻璃基本面继续强势运行，库存持续低位、呈现淡季不淡的态势。进入9月旺季后，市场并未“旺季更旺”：出现厂家累库、下游终端去库、价格松动的现象。我们分析玻璃需求下滑的原因有：1) 地产链条资金压力伴随大宗商品涨价，地产施工再度出现放缓；2) 下游深加工企业主动降低订单饱和度，规避潜在的违约风险；3) 能耗双控、限电限产，影响下游开工率。9-11月份，下游贸易商和加工商整体处于“去库”阶段。

临近春节，部分赶工需求开始显现；盈利低位下，玻璃原片价格有支撑，因此下游贸易商与加工商拿货积极性有所提升，从过去两个月“去库”逐步向“补库”转变。

开发贷放松与预售资金管理趋严的政策组合，或可改善地产链资金情况，并进一步加快竣工。此轮需求的支撑并不仅仅是“补库”，22年竣工的需求才是核心。

4、投资建议

浮法玻璃有需求支撑，玻璃企业盈利或已见底

后续随着地产链资金压力缓解，我们判断开发贷放松+预售资金管理的政策组合或使竣工增速回归正常趋势，甚至可能出现竣工加速的情景。从传导路径而言，此前被压制的玻璃需求将迎来新一轮释放。

供给侧：浮法玻璃价格虽在相对高位，但原材料因素已致行业接近盈亏平衡线。目前窑龄 10 年以上的产能总计 8850T/D（共 14 条线），若价格进一步下行或可加剧冷修规模及速度，进而放大 22H1 供需缺口，并加剧浮法玻璃价格向上弹性。另一方面，若现阶段玻璃价格企稳回升，企业盈利边际改善，但或将削弱后续向上动能。

淡季库存下降：11 月中下旬以来，玻璃需求逐步进入淡季。现阶段观察到库存连续两周环比下降，主要是贸易商及加工企业从“去库”向“补库”的转变。

不止于浮法玻璃弹性，中长期成长性更值得期待

虽然我们强调对 22 年竣工需求并不悲观，但同时我们承认中长期竣工需求逐阶减弱乃至下滑是必然趋势，故而竣工产业链的向上估值弹性受到压制。不过，对于浮法玻璃而言，短期供需错配所带来业绩弹性的影响因子比估值更重要。

中长期视角，部分优秀的浮法玻璃企业已聚焦新产品新领域的拓展，虽然最终产品的验证及利润贡献仍需时间验证，但我们相信再经过 1-2 年的时间维度，其新产品及新业务终将绽放光彩。

相关标的

旗滨集团——不仅在于玻璃价格上涨预期的催化，更为看重企业的长期成长属性。1、公司将于 22 年投产光伏压延玻璃产线，规模达到 6000t/d。2、公司超白浮法玻璃应用于光伏组件面板实现技术重大突破，若实现大规模推广，浮法资产有望迎来价值重估。公司已开启浮法产线用于光伏领域的探索，未来依靠压延玻璃渠道协同，即使应用于背板也可带来自身价值的提升。3、公司不断向节能、电子、医药玻璃等方面进行业务拓展，上述领域均属成长性赛道。

风险提示：浮法玻璃价格下跌、浮法玻璃应用光伏组件面板进展不及预期、投建项目拓展不及预期。

表 4：旗滨集团盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,306	9,644	15,157	17,496	19,442
营业收入增长率	11.07%	3.64%	57.17%	15.43%	11.12%
净利润（百万元）	1,346	1,825	5,045	4,829	4,695
净利润增长率	11.49%	35.57%	176.40%	-4.28%	-2.78%
EPS（元）	0.50	0.68	1.88	1.80	1.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.35%	19.27%	37.16%	32.46%	28.99%
P/E	31.9	23.5	8.5	8.9	9.1
P/B	5.2	4.5	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-30

南玻 A——受益于浮法玻璃价格上涨预期，同时其电子玻璃业务持续突破。公司已成功实现高铝二代 KK6 玻璃批量生产及市场化销售，成功打破国际巨头在高端电子玻璃的技术垄断。高铝三代产品 KK8 已在实验室研制成功，继续填补国内空白。公司 2021Q3 计提资产减值损失 6.72 亿元。主要包括：1、对宜昌硅材料多晶硅厂技改淘汰、检修无法使用的资产计提减值准备 3.02 亿元；2、对东莞光伏技改淘汰、技术水平落后及耗能偏高的资产计提减值准备 3.7 亿元。2020 年，公司已对硅材料部分工艺落后及能耗偏高的资产计提了 6.42 亿元减值准备。我们认为，随着持续大规模计提减值损失，未来公司相关业务资产已大部分计提完毕，卸下历史包袱，前行更为稳健。

风险提示：浮法玻璃价格下跌，项目建设进度不及预期，资产和信用减值风险。

表 5：南玻 A 盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,472	10,671	14,255	16,409	20,422
营业收入增长率	-1.30%	1.90%	33.58%	15.11%	24.45%
净利润（百万元）	536	779	2,309	3,062	3,704
净利润增长率	18.43%	45.28%	196.30%	32.62%	20.96%
EPS（元）	0.17	0.25	0.75	1.00	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.65%	7.63%	18.90%	21.71%	22.77%
P/E	57	39	13	10	8
P/B	3.2	2.9	2.5	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-30 注：19 年末总股本为 31.08 亿股，20 年末为 30.71 亿股

5、风险分析

浮法玻璃价格回升不及预期：若后续浮法玻璃需求反弹力度不足，或者供给端收缩有限，则浮法玻璃价格难有较大突破。

原燃材料成本压力提升：若纯碱、石油焦、天然气等原燃材料价格持续居高不下，仍会对行业盈利造成较大侵蚀。

超白浮法玻璃应用光伏领域进度不及预期：若超白浮法应用于光伏领域路径并不通畅，则现有浮法玻璃资产价值重估弹性不足。

企业新业务拓展不及预期：浮法玻璃企业均在积极进行新品类业务拓展，若产能投放缓慢或产品技术无法顺利突破，则将影响公司业绩和估值的提升。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE