



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 增持（首次）

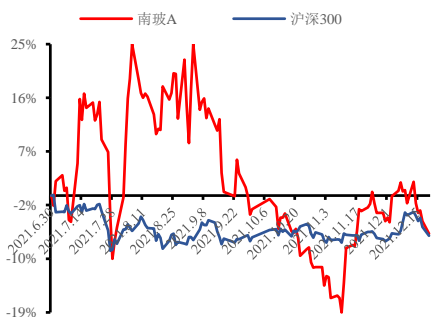
行业： 非金属矿物制品业  
日期： 2021 年 12 月 31 日

分析师： 金文曦  
Tel: 021-53686142  
E-mail: jinwenxi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100003  
联系人： 蔡萌萌  
Tel: 021-53686184  
SAC 编号: S0870121110010

### 基本数据（2021Q3）

报告日股价（元） 9.73  
12mth A 股价格区间（元） 5.81-12.78  
总股本（百万股） 3,070.69  
无限售 A 股/总股本 64%  
流通市值（亿元） 190.41

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

## 玻璃行业老牌劲旅，“电光”驱动增长可期

### ■ 核心观点

营收净利持续改善，产品结构完整。公司作为玻璃制造龙头企业，2020 年公司三块玻璃（浮法玻璃、光伏玻璃、电子玻璃）与一个品牌（工程玻璃）全面发力，实现营业收入 106.71 亿元，同比增长 1.90%，实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 45.28%。2021 年前三季度受益于玻璃价格上涨和电子玻璃产能扩张，营收和净利润分别同比增长 37%、108%。

**浮法玻璃：高端化路线打开成长空间。**浮法玻璃新增产能受限，下游地产、汽车、绿色建筑等领域需求仍有一定支撑。公司浮法玻璃生产基地多点布局，积极走高端差异化产品路线，打造南玻超白“蓝钻”系列高端品牌，提升差异化产品占比。

**电子玻璃：国产替代趋势明显，成长空间广阔。**中国智能手机出货量整体增长稳定，国产厂商市场份额提升，电子玻璃国产替代逻辑清晰。公司加大自主研发投入，高毛利的高铝二代产品实现批量销售，提升公司整体盈利水平。

**光伏玻璃：双碳政策之下光伏景气度确定，扩产能增强规模效应。**为实现 2030 年碳达峰目标，我国光伏年均新增装机预计“十四五”期间为 70-90GW，其中 2021 年装机 55-65GW。公司新增安徽、咸宁、吴江、东莞光伏玻璃生产线，正式投产释放产能后，规模效应将进一步释放。

**工程玻璃：绿色、节能建筑政策利好，Low-E 玻璃需求提振。**政策支持节能建筑发展，将带动 Low-E 玻璃需求提升，2020 年公司在肇庆等地投资建设工程玻璃产线，产能释放后将增厚公司营业利润。

### ■ 盈利预测与投资建议

公司产品矩阵丰富，电子、光伏玻璃成长性突出。后期随着高毛利的电子玻璃产品进一步量产销售，光伏玻璃扩产能，将进一步提升公司盈利水平。我们预测公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.67/0.72/0.79 元/股，对应 PE 为 14/13/12X，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

光伏电站扩张不及预期；电子玻璃国产替代不及预期；公司产能扩张不及预期。

### ■ 盈利预测

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10671	14169	13632	15066
年增长率	1.9%	32.8%	-3.8%	10.5%
归母净利润	779	2048	2221	2433
年增长率	45.3%	162.8%	8.4%	9.5%
每股收益（元）	0.25	0.67	0.72	0.79
市盈率（X）	29.52	14.05	12.96	11.83
市净率（X）	2.22	2.35	1.99	1.70

资料来源：Wind，上海证券研究所预测，股价为 2021 年 12 月 27 日收盘价

## 目 录

<b>一、南玻集团：业绩回升，玻璃领军企业前景广阔</b>	<b>4</b>
1.1 历史底蕴深厚，产品结构完整	4
1.2 主营业务增速提升，电子玻璃产业毛利保持增长	5
<b>二、浮法玻璃：高端化路线打开成长空间</b>	<b>6</b>
2.1 双碳背景下新增产能供给受限	6
2.1.1 供给端：新增产能受限，行业竞争格局较为分散	6
2.1.2 需求侧：玻璃需求受到下游行业支撑	7
2.2 生产基地多地布局，产品坚持高端化路线	10
<b>三、电子玻璃：国产替代空间广阔，新增产线加速产品升级</b>	<b>11</b>
3.1 下游终端需求提升，国产替代逻辑清晰	11
3.2 生产线扩张，加速产品迭代升级	13
<b>四、光伏玻璃：行业景气向上，产能释放增强规模效应</b>	<b>15</b>
4.1 光伏行业景气度确定，成长空间广阔	15
4.2 起步较早掌握核心技术，新增产线释放产能	17
<b>五、工程玻璃：节能建筑需求提升，加大研发巩固市场地位</b>	<b>17</b>
5.1 政策利好支撑节能玻璃需求量提升	17
5.2 加大研发弥补技术空白，扩产能巩固龙头地位	19
<b>六、盈利预测与关键假设</b>	<b>21</b>
6.1 关键假设	21
6.2 估值讨论	22
<b>七、风险提示</b>	<b>23</b>

## 图

图 1 公司发展历程	4
图 2 股权结构（截至 2021 年 6 月）	5
图 3 2013-2021 前三季度公司营业收入及增速	5
图 4 2013-2021 前三季度公司归母净利润及增速	5
图 5 玻璃产业收入是公司核心收入来源	6
图 6 2016 年至 2021H1 玻璃业务毛利率稳步上升	6
图 7 主要浮法玻璃企业市占率（按产能）	7
图 8 玻璃行业产业链	8
图 9 房地产竣工面积及累计同比	8
图 10 全国汽车产量及增速	9
图 11 全国汽车销量及增速	9
图 12 南玻平板玻璃生产量及增速	10
图 13 南玻平板玻璃销售量及增速	10
图 14 电子玻璃产业链	11
图 15 中国智能手机出货量	12
图 16 2021 年 6 月中国智能终端活跃设备品牌结构	12
图 17 手机背板材料渗透率	13
图 18 公司电显业务营业收入及增速	14
图 19 公司电显业务营收占比	14

图 20 2011-2020 年新增光伏装机量 .....	16
图 21 2020 年 9 月至今年光伏镀膜玻璃均价 .....	16
图 22 全国光伏玻璃在产产能 .....	17
图 23 全国光伏玻璃实际产量 .....	17
图 24 2016-2020 年工程玻璃营业收入及增速 .....	20
图 25 2016-2020 年工程玻璃净利润及增速 .....	20
图 26 2016-2020 年工程玻璃产销情况 .....	20

## 表

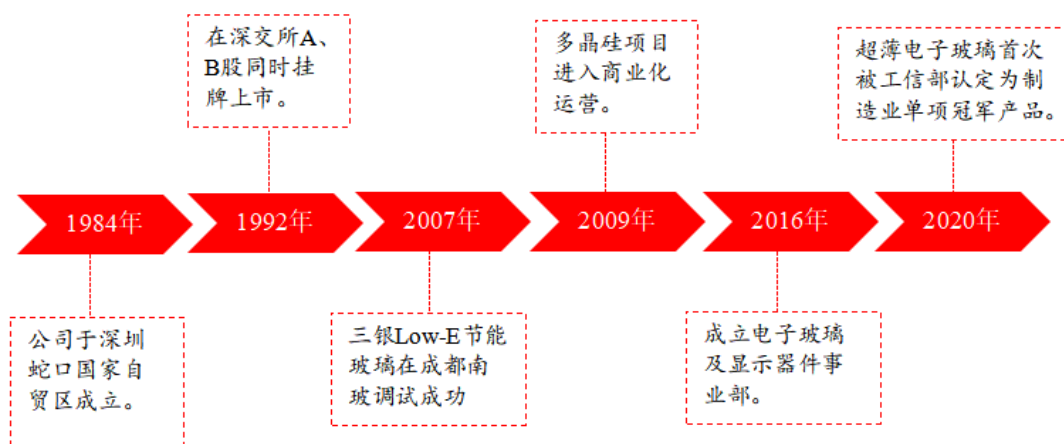
表 1 玻璃行业供给侧改革政策 .....	7
表 2 绿色建筑相关政策梳理 .....	9
表 3 全球主要电子盖板玻璃性能对比 .....	12
表 4 南玻集团电子玻璃主要生产线 .....	13
表 5 近年光伏行业相关政策文件 .....	15
表 6 近年绿色建筑相关政策文件 .....	18
表 7 几种典型玻璃的光热性能参数 .....	18
表 8 公司营业收入拆分 .....	21
表 9 可比公司估值 .....	22

# 一、南玻集团：业绩回升，玻璃领军企业前景广阔

## 1.1 历史底蕴深厚，产品结构完整

公司成立于 1984 年，总部位于深圳蛇口国家自贸区，1992 年在深交所 A、B 股同时上市，是国内节能玻璃领先品牌和太阳能光伏产品及显示器件著名品牌。2007 年，公司第三代 LOW-E 镀膜玻璃产品——三银 LOW-E 玻璃在成都南玻调试成功；2009 年，宜昌多晶硅项目进入商业化运营；2016 年，公司成立电子玻璃及显示器件事业部；2020 年，南玻超薄电子玻璃首次被工信部认定为“制造业单项冠军产品”。经过 30 多年的发展，公司目前已经拥有节能玻璃、电子玻璃及显示器件、太阳能光伏三条完整的产业链。

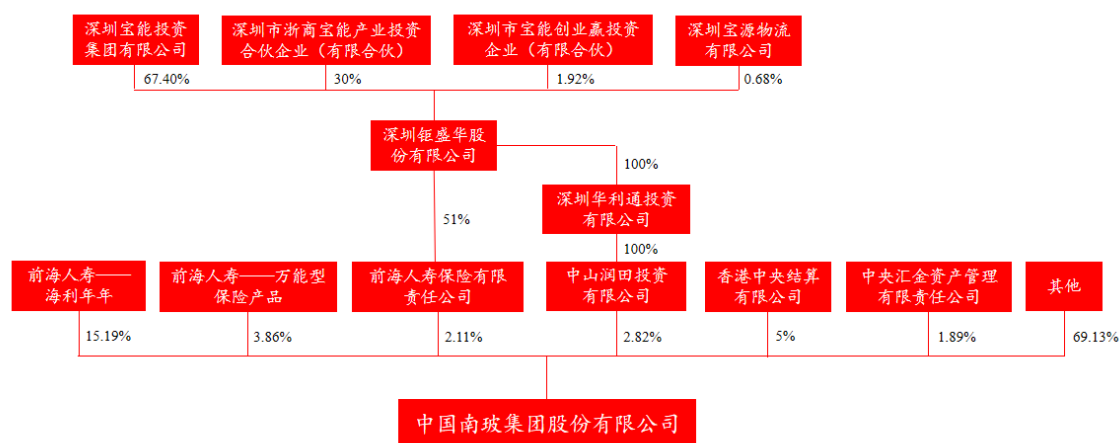
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

截至 2021 年 6 月，宝能系为公司第一大股东，持股比例超过 20%，其他股东持股相对分散，香港中央结算有限公司持股 5%，中央汇金资产管理公司持股 1.89%。

图 2 股权结构（截至 2021 年 6 月）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 1.2 主营业务增速提升，电子玻璃产业毛利保持增长

营收增速提升，2021 前三季度归母净利润大幅增加。随着疫情防控常态化，国内产业复苏明显，市场需求稳步增长。公司聚焦玻璃主业，通过提升产品力，推动精细化管理，实现降本增效，进一步增强公司综合盈利能力。2020 年，公司实现营业收入 106.71 亿元，同比增长 1.90%，实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 45.28%。2021 年前三季度，公司实现营业收入 102.49 亿元，同比增长 37.20%，实现归母净利润 15.10 亿元，同比增长 107.73%。

图 3 2013-2021 前三季度公司营业收入及增速

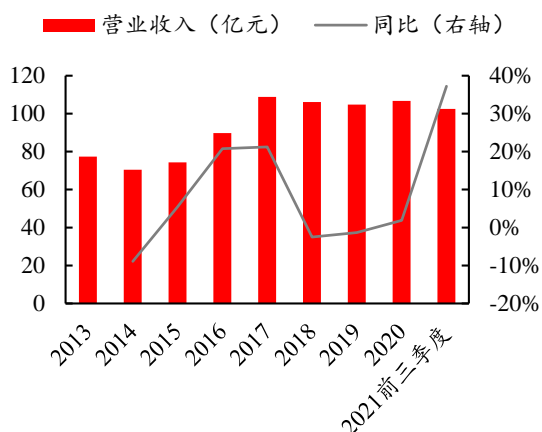
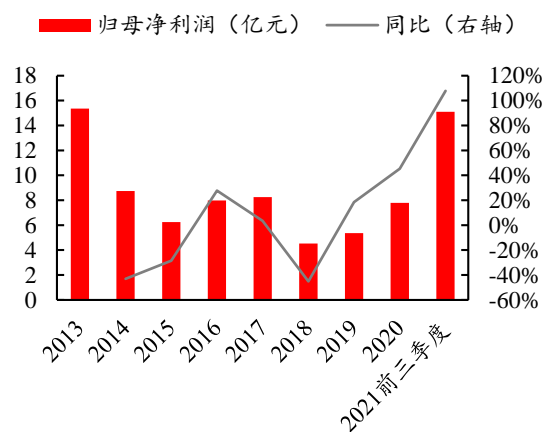


图 4 2013-2021 前三季度公司归母净利润及增速



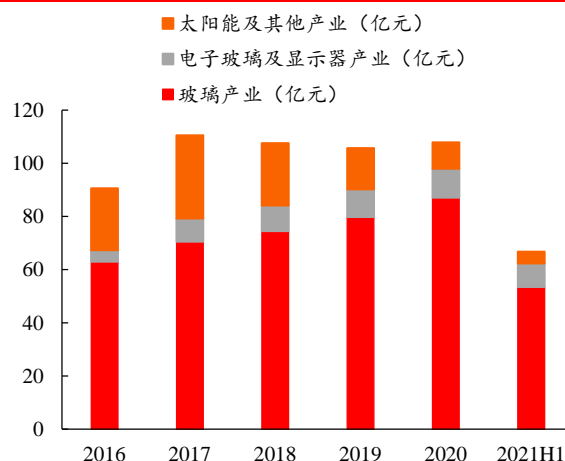
资料来源：公司公告，上海证券研究所

资料来源：公司公告，上海证券研究所

专注玻璃产业，提高电子玻璃及显示器生产地位。公司深耕玻璃业务近 40 年，形成了“三块玻璃（浮法玻璃、光伏玻璃、电子玻璃）+一个品牌（工程玻璃）”的发展路径。从营业收入占总营业收入 10% 以上产业来看，2020 年，玻璃产业（包括浮法玻璃、

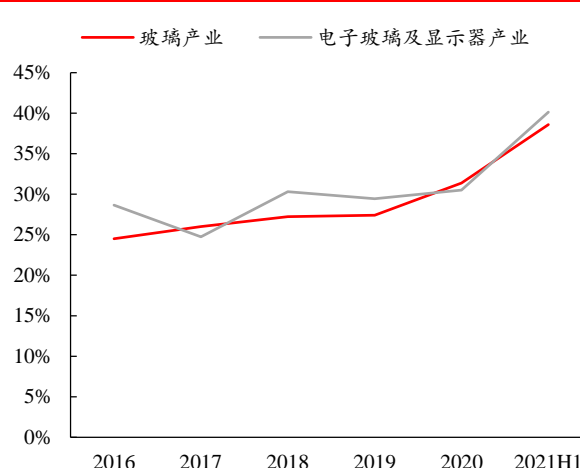
光伏玻璃、工程玻璃）和电子玻璃及显示器产业分别实现营业收入 87.10 和 10.87 亿元，分别占营业收入的 81.62%和 10.19%；2021H1 玻璃产业和电子玻璃及显示器产业分别实现营业收入 53.53 和 8.81 亿元，分别占营业收入的 80.92%和 13.32%。从毛利率来看，玻璃产业和电子玻璃及显示器产业毛利率稳步上升。

图 5 玻璃产业收入是公司核心收入来源



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 6 2016 年至 2021H1 玻璃业务毛利率稳步上升



资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 二、浮法玻璃：高端化路线打开成长空间

### 2.1 双碳背景下新增产能供给受限

#### 2.1.1 供给端：新增产能受限，行业竞争格局较为分散

供给侧改革叠加环保约束，浮法玻璃新增供给受限。相关部门自 2016 年起发布文件严禁新增产能，淘汰不达标产能。2021 年 7 月工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，指出位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 2:1 和 1.25:1。此外，根据最新产能置换政策，2021 年起，停产 2 年及以上的平板玻璃生产线不能用于产能置换。综合上述政策，我们预计玻璃行业整体新增产能受限。

**表 1 玻璃行业供给侧改革政策**

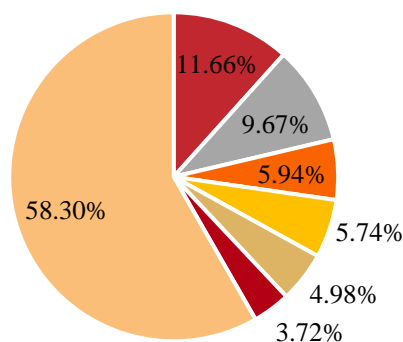
时间	发文部门	文件名称	具体内容
2016.05	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。
2016.09	发改委	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》	依法依规淘汰不达标产能；开展能耗、排放等对标达标，贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，倒逼竞争乏力产能主动退出。
2019.11	生态环保部等部门	《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	加快淘汰落后产能和不达标工业炉窑，实施燃料清洁低碳化替代，玻璃行业全面禁止掺烧高硫石油焦（硫含量大于 3%）。

资料来源：中国政府网，发改委网站，上海证券研究所

**行业竞争格局相对分散。**整体来看，玻璃行业的市场竞争格局较为分散，根据华经产业研究院数据，截至 2020 年底，按产能来看，前 5 大玻璃企业信义玻璃、旗滨集团、中建材系、台玻和南玻市占率分别为 11.66%、9.67%、5.94%、5.74% 和 4.98%，玻璃行业 CR5 为 37.99%。从企业性质来看，国企中建材系市占率为 5.94%，市占率不及信义玻璃、旗滨集团等公司。

**图 7 主要浮法玻璃企业市占率（按产能）**

■ 信义玻璃 ■ 旗滨集团 ■ 中建材系 ■ 台玻  
■ 南玻 ■ 金晶科技 ■ 其他



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

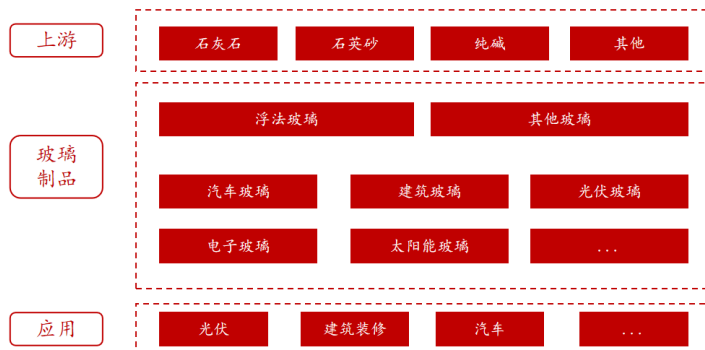
## 2.1.2 需求侧：玻璃需求受到下游行业支撑

玻璃作为重要的非金属材料，被广泛应用于地产、汽车、光伏发电、电子制造等领域。玻璃的上游原材料涉及石灰石、石英



砂、纯碱等原材料，浮法玻璃等其他玻璃制品制成之后，经过深加工，制造出汽车玻璃、光伏玻璃、电子玻璃和太阳能玻璃等产品，被广泛应用于房地产、光伏发电、汽车、国防军工等行业。

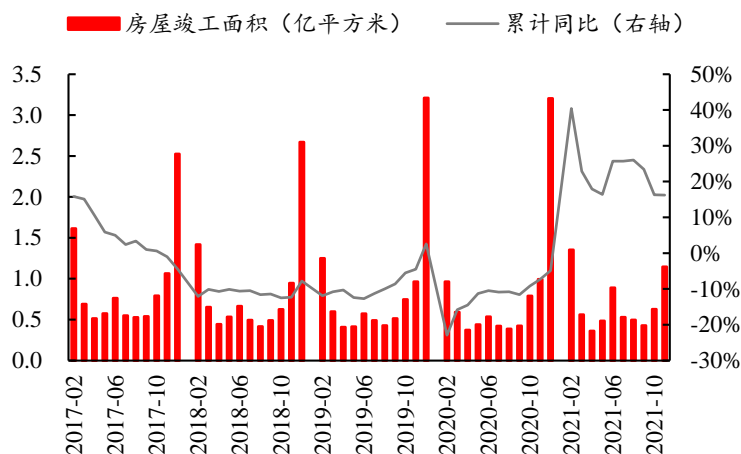
图8 玻璃行业产业链



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

地产竣工复苏，支撑浮法玻璃需求。2021 年房地产竣工复苏，2021 年 1-11 月，全国房地产累计竣工面积达到 6.88 亿平方米，同比增长 16.20%；11 月单月，房地产竣工面积 1.15 亿平方米，同比增长 15.41%。房地产行业作为玻璃产业链下游的重要应用行业之一，竣工面积的整体向好将能够有效支撑浮法玻璃的需求，展望 2022 年，地产竣工上半年仍有支撑，仍能带动浮法玻璃需求提升。

图9 房地产竣工面积及累计同比

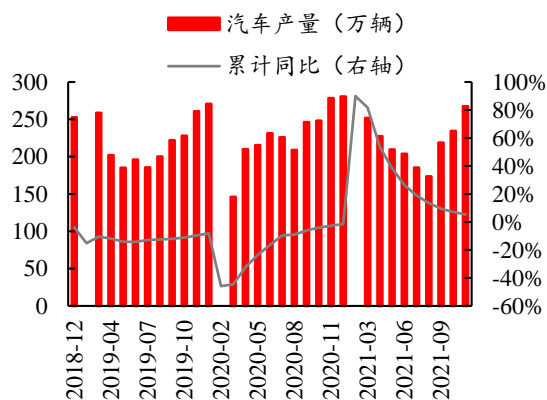


资料来源：Wind，上海证券研究所

汽车产销量整体提升，带动汽车玻璃相关产品需求增长。近年来，我国汽车销量整体提升，2021 年 1-11 月，全国汽车销量 2346.4 万，同比增长上升 4.5%，11 月全国汽车销量 252.2 万量，同比下滑 8.95%。1-11 月全国汽车产量 1971.43 万量，同比增长 5.3%。汽车产销两端均有增长，将能够带动汽车玻璃产品需求量的提升。

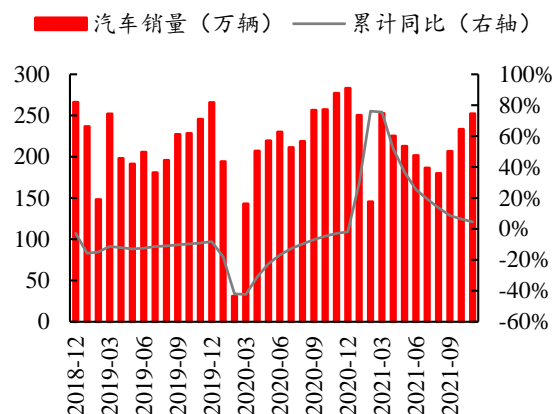


图 10 全国汽车产量及增速



资料来源：iFind，上海证券研究所

图 11 全国汽车销量及增速



资料来源：iFind，上海证券研究所

**双碳目标之下大力发展绿色建筑，节能玻璃需求提振。**根据《中国建筑能耗报告（2020）》，2018 年全国建筑全过程碳排放总量为 49.3 亿吨 CO<sub>2</sub>，占全国碳排放的 51.3%。随着双碳政策持续推进，建筑业亟需绿色转型。2020 年 7 月住建部等七部门联合发布《绿色建筑创建行动方案》，提出，到 2022 年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高。各地也纷纷出台相关政策提升绿色建筑在新增建筑中的比例。绿色建筑占比提升，将带动 Low-E、BIPV（光伏建筑一体化）的需求提升。

表 2 绿色建筑相关政策梳理

时间	文件名称	具体内容
2020.07	《绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高，住宅健康性能不断完善，装配化建造方式占比稳步提升，绿色建材应用进一步扩大。
2020.09	《山西省绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年，全省当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，其中星级绿色建筑占比达到 20%；装配式建筑稳步推进，2022 年全省当年新开工装配式建筑 600 万平方米，装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 21%。
2020.09	《湖北省绿色建筑创建行动实施方案》	到 2022 年，当年全省绿色建筑竣工面积占比达 70% 以上，其中武汉、襄阳、宜昌占比达 80% 以上，其他市（州、直管市、神农架林区）占比达 60% 以上。设区城市有 1-2 个项目获得星级绿色建筑标识。
2020.12	《河南省绿色建筑创建行动实施方案》	2022 年底，城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%。沿黄河流域及有条件的城市全面执行绿色建筑标准，政府投资和大型公共建筑达到星级绿色建筑，全省星级绿色建筑持续增加。
2021.6	《宁波市绿色建筑创建行动实施计划（2021—2025）》	到 2025 年，当年城镇新建民用建筑中绿色建筑实现全覆盖，按二星级及以上绿色建筑强制性标准建设的面积占比达到全省领先水平，高星级绿色建筑持续增加。既有建筑能效水平不断提高，建筑健康性能不断完善。城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达

请务必阅读尾页重要声明

到 100%，装配式建筑比例达到 35%，可再生能源消费比例达到 8%以上。

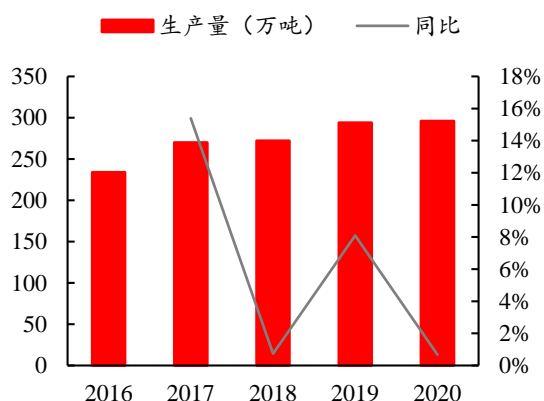
资料来源：住建部网站，各地住建部门网站，宁夏市人民政府网站，上海证券研究所

## 2.2 生产基地多地布局，产品坚持高端化路线

**生产基地区位优势明显，产品辐射主流市场。**公司在东莞、成都、廊坊、吴江、咸宁共拥有 10 条浮法玻璃原片生产线，20 多处生产基地有效覆盖华中、华南、华东、西南市场，江苏、安徽生产基地直接辐射需求旺盛的长三角地区。

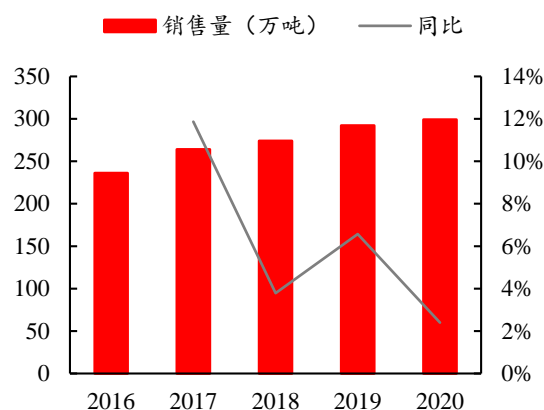
**在产产能整体稳定，库存有所下降。**公司近年来平板玻璃年产能整体稳定，2020 年年产约 247 万吨各种高档浮法玻璃原片和 43 万吨太阳能玻璃原片，日熔量大约在 8250 吨/天，低于同行旗滨集团（11200 吨/天）和信义玻璃（17600 吨/天）。近年来，公司平板玻璃在产销两端均有一定增长，2020 年，平板玻璃生产量 296 万吨，同比增长 0.68%，销售量 299 万吨，同比增长 2.40%，库存从 9 万吨下降至 6 万吨。

图 12 南玻平板玻璃生产量及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 13 南玻平板玻璃销售量及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

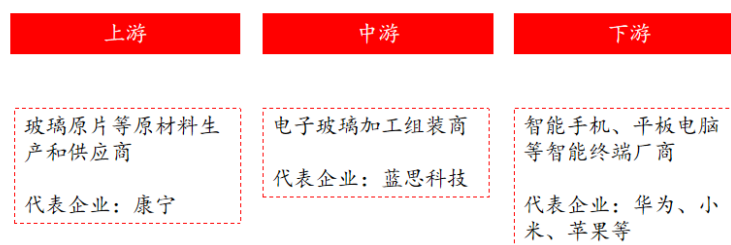
**坚定走高端差异化产品路线，专注浮法玻璃细分市场。**公司坚定走高端差异化产品路线，丰富产品矩阵，打造南玻超白“蓝钻”系列高端品牌，超白玻璃产能比重明显提升，细分领域处于行业领先水平。此外，公司通过与美国 FirstSolar 合作，用超薄浮法玻璃做薄膜光伏组件封装材料，于 2020 年度率先突破以超薄超白浮法玻璃转做晶硅双玻组件背板封装材料，有望成为新的盈利增长点。

## 三、电子玻璃：国产替代空间广阔，新增产线加速产品升级

### 3.1 下游终端需求提升，国产替代逻辑清晰

超薄电子玻璃是厚度在 0.1~1.1mm 范围内的电子玻璃，被广泛应用于智能手机、平板电脑、智能手表等领域。以智能手机屏幕为例，当前手机屏幕主要由视窗防护玻璃、触控模组和显示模组三大部分组成。从产业链角度来看，电子玻璃产业链上游是玻璃原片、油墨等原材料生产和供应商，代表企业是康宁；中游为电子玻璃加工组装商，代表企业有蓝思科技；下游为智能手机、平板电脑等智能终端生产商，代表企业有华为、苹果、小米等公司。

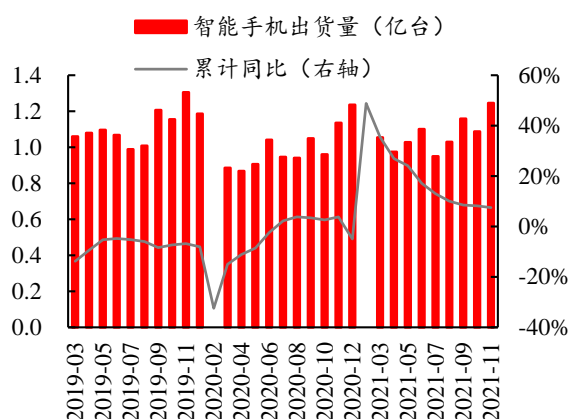
图 14 电子玻璃产业链



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

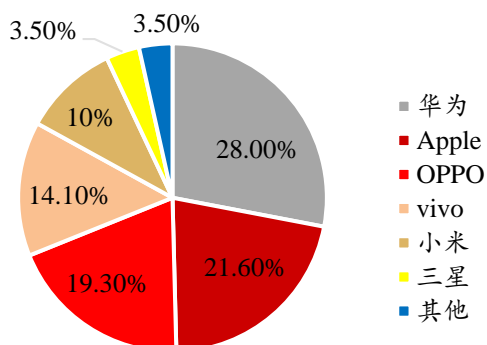
智能手机出货量整体稳定，国产品牌崛起。2019 年至今，中国智能手机出货量整体增长稳定，2020 年上半年受疫情影响，智能手机出货量有所下滑，全年来看中国智能手机出货量达到 9.97 亿台，同比下滑 5.00%。进入 2021 年，中国智能手机出货量整体回升，2021 年 1-11 月智能手机出货量达到 9.63 亿台，同比增长 7.50%。从内部品牌结构来看，截至 2021 年 6 月，华为的终端活跃量占比 28%，位居各大品牌之首，Apple 占比 21.6%。随着全国范围内智能手机出货量稳中有升，国产品牌市场份额提升，预计能有效支撑电子玻璃需求。

图 15 中国智能手机出货量



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16 2021 年 6 月中国智能终端活跃设备品牌结构



资料来源：QuestMobile，上海证券研究所

国产厂商产业链自主意识提升，国产替代趋势明显。电子玻璃主要应用于手机、平板电脑、液晶电视、工控屏等终端显示产品。目前供应高端高铝盖板玻璃的全球龙头主要是美国的康宁（CORNING）、日本的旭硝子（AGC）以及德国的肖特（SCHOTT）。美国康宁公司在盖板玻璃市场中处于领先地位，其玻璃原片市场认可度高，是多数高端机型盖板玻璃的首选，产品更新换代较快。随着手机平板电脑等智能终端市场的进一步发展，国产厂商市场份额稳步提升，国产厂商产业链自主掌控意识提升，国产电子玻璃替代空间广阔。

表 3 全球主要电子盖板玻璃性能对比

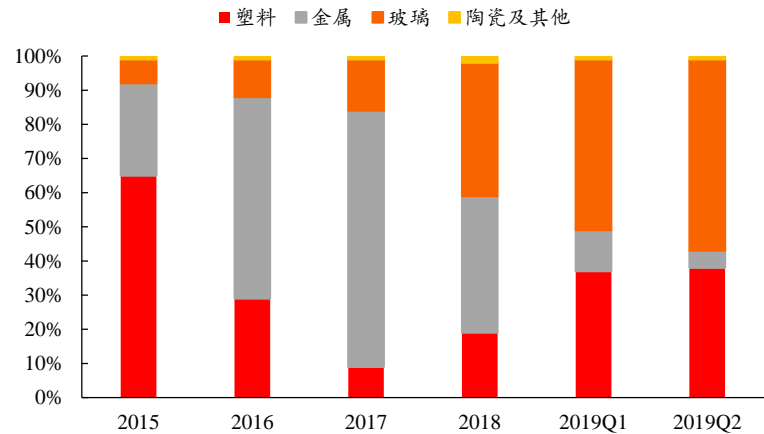
企业	产品型号	表面应力 CS/MPa	离子交换深度 DOL/um	翘曲 0.7mm 6 寸 2.5D	颜色
美国康宁公司	GG3	700-900	>40	<0.2mm	暖白
	GG5	750-850	>120	<0.2mm	暖白
	GG6	750-850	>120	<0.2mm	暖白
日本旭硝子	DT-Pro	800-1100	>35	<0.2mm	白
	DT-Star	750-900	>100	<0.2mm	白
日本电器硝子	T2X-1	750-940	>40	<0.2mm	暖白
德国肖特集团	Xsensation	700-850	>120	<0.2mm	黄白
南玻集团	KK3	700-920	>40	<0.25mm	暖白

资料来源：《国内高铝盖板玻璃行业现状浅析》，上海证券研究所

手机壳去金属化，玻璃背板渗透率提升。目前手机背板的材料主要包括塑料、陶瓷、金属、玻璃等，各种材料由于其特殊性，各手机厂商会从握持感和防护性能的角度出发选择不同的背板材料。塑料成本较低，一般在 20-30 元左右，可塑性好，但美观度一般，多数用于低端机型中；陶瓷背板硬度高，但加工难度大，良率低，成本较高超过 100 元；金属背板美观度好，成本低，但有

屏蔽电磁波的弊端，无法兼容无线充电功能，渗透率持续下行；玻璃背板同时具备美观度、耐磨性，兼容无线充电，渗透率整体提升。

图 17 手机背板材料渗透率



资料来源：CINNO，上海证券研究所

### 3.2 生产线扩张，加速产品迭代升级

电子玻璃产线扩产能，巩固市场竞争基础。公司 2016 年成立电子玻璃及显示器件事业部，目前下属的河北视窗、宜昌光电、清远新材料、咸宁光电四家子公司继续在智能消费电子终端、车载显示、军工安防、智能家居等领域积极布局，加大研发投入，促进产品迭代升级，公司中铝、高铝电子玻璃产品市场认可度进一步提升。2021 年，清远南玻二期项目“一窑两线”转入商业化运营，将进一步提升公司在电子玻璃领域的市场占有率和品牌知名度。此外，子公司河北视窗新建一条日熔量为 110 吨的超薄电子玻璃生产线及配套研发中心，项目建成后，公司在触控应用高端超薄电子玻璃的竞争力将进一步强化。

表 4 南玻集团电子玻璃主要生产线

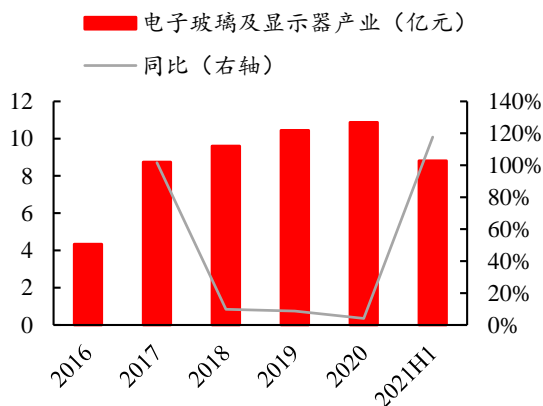
基地	生产线	点火时间	产能	主要产品
清远南玻	高性能超薄电子玻璃生产线	2015.02	月产能 100 万平方米	高性能超薄电子玻璃
	“一窑两线”	2020.12	日熔量 700 吨/天	超白电子玻璃及超白特种玻璃
河北南玻	生产一线	2011 年底	年产 3 万吨	0.33-0.7mm 超薄电子玻璃
宜昌南玻	光电玻璃生产线	2014.02	日熔量 240 吨/天	微电子用超薄玻璃基板、新型电子显示器件玻璃基板
咸宁南玻		2019.01	年产 400 万平方米	导光板光电玻璃

资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

**加大研发投入，丰富产品矩阵，高铝二代产品实现批量销售。**目前公司电子玻璃的生产品种由普通钠钙玻璃到中铝、超白超薄、高铝玻璃，产品广泛用于钢化玻璃保护膜、盖板玻璃、ITO 导电玻璃等领域。2020 年，子公司咸宁南玻光电玻璃有限公司高铝二代电子玻璃实现批量销售，产品的部分性能指标已经达到国际先进水平，可满足下游终端客户在 3D 曲面技术、5G 通讯方案等领域的需求。此外，公司在现有产品基础上，已开展下一代电子玻璃产品的研发，高铝三代产品已在实验室研制成功，未来将进一步提升电子玻璃产品的竞争优势。

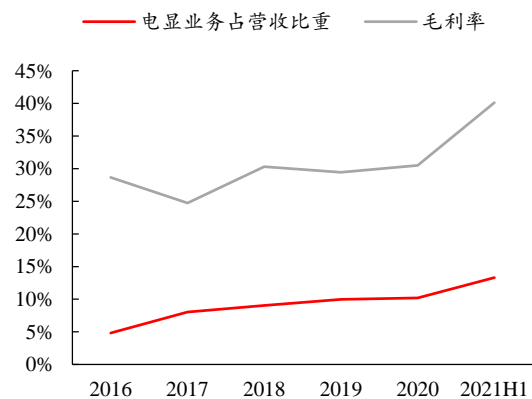
**电显业务营收持续增长，毛利率及营收占比不断提高。**2016-2020 年公司电子玻璃及显示器业务营业收入呈现上升趋势，2020 年营业收入为 10.87 亿元，同比增长 4.13%；2021H1 实现营业收入 8.81 亿元，同比增长 117.58%，主要在于电子玻璃产能提升带动营业收入增长。从营收占比来看，电显业务占总营收比重不断提升，2020 年占比 10.19%，比 2019 年增长 0.22pct，2021H1 占比进一步提升至 13.32%。从毛利率来看，电显业务毛利率也呈现增长趋势，2020 年毛利率为 30.51%，比 2019 年增长 1.07pct，2021H1 毛利率进一步提升至近年来最高水平，达到 40.12%。毛利率及营收占比提升表明，电子玻璃及显示器业务有望成为公司未来新的盈利增长点。

图 18 公司电显业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 19 公司电显业务营收占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所



## 四、光伏玻璃：行业景气向上，产能释放增强规模效应

### 4.1 光伏行业景气度确定，成长空间广阔

**政策利好支持光伏装机量提升。**光伏玻璃是光伏装机组件的重要组成部分，而近年来相关部门出台多项政策支持光伏发电。2021年7月，陕西省能源局发布文件指出，2021年新增保障性并网风电和光伏发电建设规模为600万千瓦。纳入本年度保障性新增并网规模的光伏发电项目应在2022年底前全容量建成并网。

表5 近年光伏行业相关政策文件

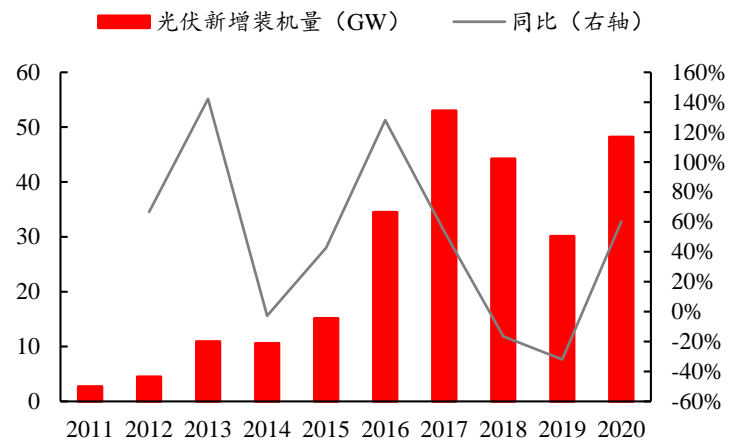
发文单位	时间	文件名称	具体内容
陕西省能源局	2021.07	《关于开展陕西省2021年风电、光伏发电项目开发建设有关工作的通知》	2021年新增保障性并网风电和光伏发电建设规模为600万千瓦。纳入本年度保障性新增并网规模的光伏发电项目应在2022年底前全容量建成并网。
国家工信部	2019.08	《关于开展智能光伏试点示范的通知》	支持培育一批智能光伏示范企业，包括能够提供先进、成熟的智能光伏产品、服务、系统平台或整体解决方案的企业。支持建设一批智能光伏示范项目，包括应用智能光伏产品，融合大数据、互联网和人工智能，为用户提供智能光伏服务的项目。
贵州省人民政府	2018.09	《贵州省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	加快发展清洁能源和新能源，因地制宜发展光伏发电；优先保障风电、光伏发电等可再生能源并网消纳。2020年光伏发电装机达到200万千瓦，积极向国家争取光伏发电建设指标。

资料来源：陕西省发改委网站，中国政府网，贵州省有色金属和核工业地质勘查局网站，上海证券研究所

**双碳目标之下光伏装机有望进入成长期。**碳达峰、碳中和计划之下，中央政府及各级地方政府出台光伏装机规划等政策支持光伏产业发展。我国在“双碳”政策支持之下，光伏产业2020年我国光伏新增装机48.2GW，此外，根据中国光伏行业协会预测，为达到2030年碳达峰的目标，我国光伏年均新增装机预计“十四五”期间为70-90GW，其中2021年装机55-65GW。



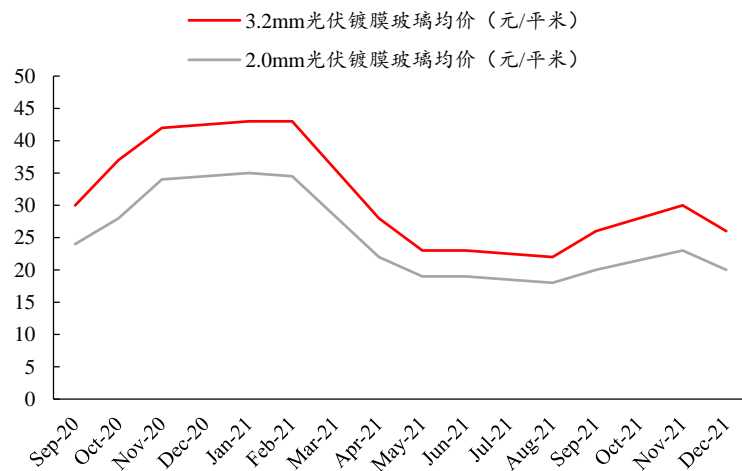
图 20 2011-2020 年新增光伏装机量



资料来源：中国光伏行业协会，上海证券研究所

镀膜玻璃均价整体下行，生产成本有所下降。2021 年 1-9 月，光伏镀膜玻璃现货价持续下降，2.0mm 光伏镀膜玻璃现货价由 1 月的 35 元/平方米下降至 9 月的 20 元/平方米，3.2mm 光伏镀膜玻璃现货价从 2021 年 1 月的 43 元/平方米下降至 9 月的 26 元/平方米。11 月，光伏镀膜玻璃现货价有所回升，12 月，光伏镀膜玻璃现货价再次回落，恢复至 9 月价格水平。

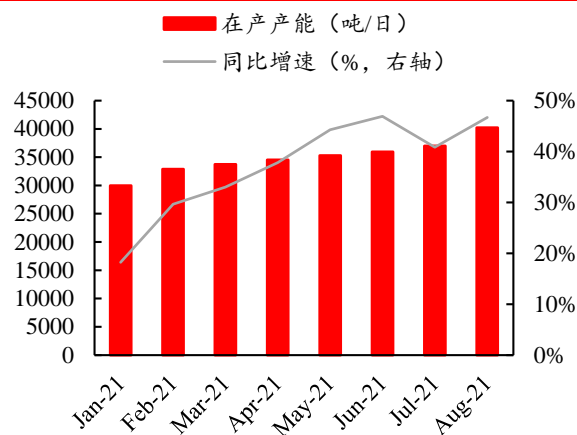
图 21 2020 年 9 月至今年光伏镀膜玻璃均价



资料来源：PV Infolink，上海证券研究所

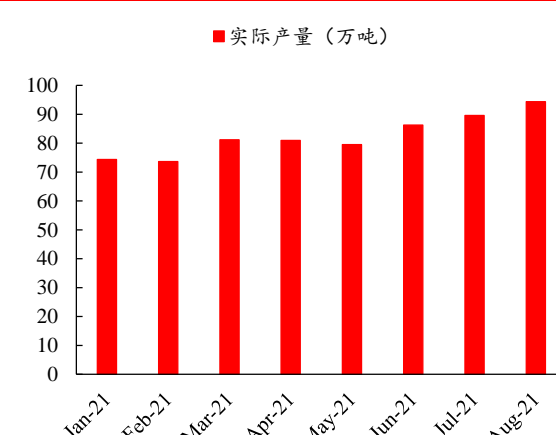
需求拉动下，行业产能持续提升。2021 年以来，全国光伏玻璃在产产能持续上升，8 月在产产能达到 40210 吨/日，同比增长 46.7%，比 7 月同比增速高 5.84pct。从实际产量来看，全国光伏玻璃 2021 年至今每月实际产量呈现上升趋势，从 1 月的 74.35 万吨增长到 8 月的 94.34 万吨，增长了 26.89%。

图 22 全国光伏玻璃在产产能



资料来源：卓创资讯，上海证券研究所

图 23 全国光伏玻璃实际产量



资料来源：卓创资讯，上海证券研究所

## 4.2 起步较早掌握核心技术，新增产线释放产能

公司光伏玻璃业务起步较早，性能优异广泛应用于光伏组件。公司作为国内率先掌握光伏玻璃工艺并进行量产的企业之一，其光伏玻璃主要产品为独立研发的太阳能超白压延玻璃，性能和指标达到或超过国内外同类产品的先进水平，具有高太阳能透过率、高机械强度、高平整度等优异特点，匹配南玻自主研发的增透耐候镀膜液，可使光伏组件发电效率提升 10%，重量减轻 20%，广泛应用于高性能光伏组件中。

**光伏玻璃大规模扩产能。**为迎接“双碳”背景之下光伏市场的建设高峰，突破光伏玻璃产能瓶颈，公司自 2020 年开始进行光伏玻璃扩产能，先后在安徽凤阳建设 4 条日熔量为 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线，同时借助安徽凤阳矿产优势，建立超白石英砂生产基地，扩产能的同时降低营业成本；在咸宁基地新建一条日熔量 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线；在吴江基地与东莞基地合计新建 3 条光伏玻璃加工线，进一步增加 3600 万平方米光伏玻璃加工产能。

## 五、工程玻璃：节能建筑需求提升，加大研发巩固市场地位

### 5.1 政策利好支撑节能玻璃需求量提升

**绿色建筑、节能建筑政策支持力度加大。**绿色建筑是在建筑的全寿命期内，最大限度地节约资源、保护环境和减少污染，为

人们提供健康、适用和高效的使用空间。为促进绿色经济发展降低能耗，相关部门相继出台多项政策促进绿色建筑、节能建筑设计。在政策支持之下，我国绿色建筑和节能建筑的供应或将提升，从而带动节能玻璃需求量提升。

表 6 近年绿色建筑相关政策文件

发文单位	时间	文件名称	具体内容
重庆市	2015.08	《重庆市绿色建筑项目补助资金管理办法》	市城乡建委、市财政局对获得金级、铂金级绿色建筑标识的项目按项目建筑面积分别给予 25 元/平方米和 40 元/平方米的补助资金，并根据技术进步、成本变化等情况适时调整。其中，对仅获得我市金级、铂金级绿色建筑竣工标识的项目分别给予 10 元/平方米和 15 元/平方米的补助资金。
住建部	2017.02	《建筑节能与绿色发展十三五规划》	到 2020 年，城镇新建建筑能效水平比 2015 年提升 20%，部分地区及建筑门窗等关键部位建筑节能标准达到或接近国际现阶段先进水平。城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%，绿色建材应用比重超过 40%。完成既有居住建筑节能改造面积 5 亿平方米以上，公共建筑节能改造 1 亿平方米，全国城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例超过 60%。
财政部、住建部	2020.10	《关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质》	到 2022 年，基本形成绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准，政策措施体系和工作机制逐步完善，政府采购工程建筑品质得到提升，绿色消费和绿色发展的理念进一步增强。

资料来源：重庆市住房和城乡建设委网站，住建部网站，中国政府网，上海证券研究所

**Low-E 玻璃**具备良好的光学属性和热传导控制，对建筑节能具有积极作用。Low-E 玻璃又叫低辐射镀膜玻璃，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品，其主要作用是降低玻璃的传热系数，同时有选择的降低遮阳系数，改善玻璃的节能特性。中空玻璃是指在两片玻璃之间用薄空气层隔开，利用空气的导热系数远低于玻璃的特性，降低玻璃的导热系数，但由于玻璃之间的辐射传热存在，因此仅仅使用普通玻璃来制作中空玻璃不会明显降低玻璃的导热系数。采用低辐射率镀膜方案可以显著降低玻璃之间的辐射传热，叠加中空双层玻璃可降低玻璃间热传导，从而能够降低整体传热系数。

表 7 几种典型玻璃的光热性能参数

玻璃品种	传热系数 W/(m <sup>2</sup> · K)	可见光透 射比	总透射比	光热比
3mm 透明	5.8	0.83	0.87	0.95
6mm 透明	5.7	0.77	0.82	0.94
6 低透光 Low-E+12 空气+6 透明	1.8	0.35	0.20	1.75

6 高透光 Low-E+12 氩气+6 透明	1.5	0.72	0.47	1.53
5Low-E+16 氩气+5 透明+16 氩气 +5Low-E	0.7	0.45	0.31	1.46
5 透明+12 氩气+5Low-E+真空+5 透明	0.4	0.58	0.32	1.82

资料来源：《Low-E 玻璃原理及应用》（朱人杰），上海证券研究所

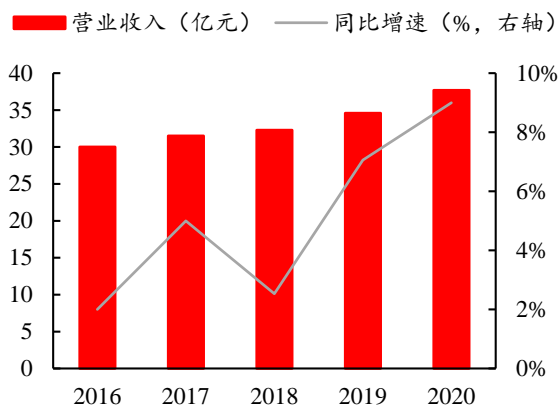
注：光热比是可见光透射比与太阳光总透射比的比值，反映了相同太阳的热条件下可见光的透过性，该数值越大，可见光透过性越好。

## 5.2 加大研发弥补技术空白，扩产能巩固龙头地位

依托国家城市群战略规划，工程玻璃产线多点布局。工程玻璃是南玻的金字招牌，2017 年南玻低辐射镀膜玻璃被工信部授予单项冠军产品称号，2020 年再度复审通过。为了更好服务京津冀、长三角、粤港澳大湾区建设世界级城市群建设需要，公司 2020 年先后着手建设肇庆华南工程玻璃第二基地、吴江工程玻璃智能工厂及天津工程扩产项目，随着新建项目产能逐步释放出来，将进一步提升公司在工程玻璃领域的市场竞争力。同时，为顺应内地城市建设的趋势，公司在西安建设高档节能玻璃生产线，该生产线年产中空节能玻璃约 210 万平米、镀膜节能产品 350 万平米，项目建成后，将提升公司工程玻璃在内地市场的知名度和市占率。

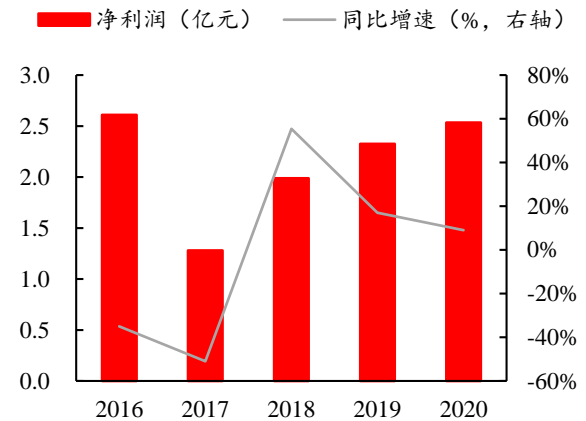
**2021H1 受玻璃原片涨价影响净利润下滑。**公司拥有天津、东莞、咸宁、吴江、成都等五大建筑节能玻璃加工基地，并积极扩张产能，进军西安等内地新兴市场，提升工程玻璃的市占率。2016-2020 年间，公司工程玻璃营业收入持续增长，2020 年达到 37.69 亿元，同比增长 9%，工程玻璃净利润自 2017 年出现大幅下滑后再度回归增长趋势，2020 年实现净利润 2.53 亿元，同比增长 9%。2021 年上半年玻璃原片价格上涨，公司通过增量提效，营业收入同比增长 38%，但净利润同比下滑 57%。

图 24 2016-2020 年工程玻璃营业收入及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

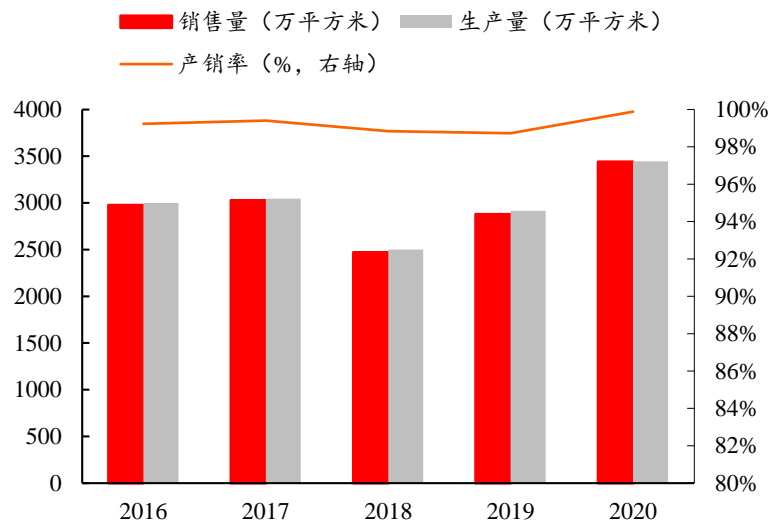
图 25 2016-2020 年工程玻璃净利润及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

产销量上升，销售情况良好。公司自 2018 年以来工程玻璃销售量与生产量逐渐上升，2020 年实现销售量 3441 万平方米，生产量 3445 万平方米。2020 年公司工程玻璃产销率有所提升，为 99.88%，比 2019 年增长了 1.15pct，销售情况向好。截至 2020 年末，公司镀膜中空玻璃年产能超过 1600 万平方米，镀膜玻璃产能超过 3600 万平方米。随着新项目逐步落地，工程玻璃产能及市场占有率将进一步提升。

图 26 2016-2020 年工程玻璃产销情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 六、盈利预测与关键假设

### 6.1 关键假设

基于上述对公司的综合分析，我们对公司的主要假设如下：

公司自 2019 年后对浮法玻璃、光伏玻璃、深加工工程玻璃未作细分，因此将三部分业务作为玻璃业务进行整体预测。收入方面按照玻璃业务、电子玻璃及显示器业务、太阳能及其他业务进行分拆预测。

玻璃业务方面，由于 2021 年内浮法玻璃整体价格走高，提升玻璃业务整体毛利率，四季度价格有所回落，“双碳”和产能置换政策下浮法玻璃产能难以大规模扩张；光伏玻璃则受益于光伏行业高景气度，成长空间广阔，公司积极进行生产线扩张，扩产能提高市占率。综合来看，我们预计玻璃业务 2021-2023 年分别同比变动 35%、-7%、10%至 116.76、108.59、119.45 亿元，考虑到玻璃价格调整，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 37.65%、32%、32%；

电子玻璃及显示器业务中高毛利的高铝二代产品实现批量销售，高铝三代产品已经研制成功，未来有望进一步提升公司在此领域的竞争优势，我们预计电子玻璃及显示器业务 2021-2023 年将分别同比变动 50%、20%、20%至 16.20、19.45、23.33 亿元，考虑到电子玻璃业务的高毛利属性，且公司产品不断迭代升级，预计毛利率整体维持在 42%；

太阳能及其他业务方面，公司自 2017 年以来持续进行战略收缩，收入持续下滑，2020 年出于谨慎性原则对硅材料部分资产计提 6.42 亿减值准备，预计未来公司太阳能业务仍将继续收缩，2021-2023 年将分别同比变动-5%、-5%、-5%至 8.73、8.29、7.88 亿元，毛利率将整体稳定在 16%左右。

综合来看，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 141.69、136.32 和 150.66 亿元，同比分别增长 32.78%、-3.79%、10.51%；归母净利润分别为 20.48、22.21、24.33 亿元，同比分别增长 162.8%、8.4%、9.5%。

表 8 公司营业收入拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	106.71	141.69	136.32	150.66
yoy	1.90%	32.78%	-3.79%	10.51%
成本（亿元）	74.44	89.53	92.08	101.37
yoy	-3.86%	20.26%	2.85%	10.09%
毛利（亿元）	32.27	52.16	44.24	49.28
yoy	18.25%	61.66%	-15.19%	11.40%

毛利率(%)	30.24%	36.81%	32.45%	32.71%
<b>玻璃业务（包括浮法、光伏、工程）</b>				
营业收入（亿元）	86.49	116.76	108.59	119.45
yoy	9.38%	35.00%	-7.00%	10.00%
成本（亿元）	59.78	72.80	73.84	81.22
yoy	3.59%	21.77%	1.43%	10.00%
毛利（亿元）	26.71	43.96	34.75	38.22
yoy	25.03%	64.61%	-20.96%	10.00%
毛利率(%)	30.88%	37.65%	32.00%	32.00%
<b>电子玻璃业务</b>				
营业收入（亿元）	10.80	16.20	19.45	23.33
yoy	3.76%	50.00%	20.00%	20.00%
成本（亿元）	7.55	9.40	11.28	13.53
yoy	2.61%	24.40%	20.00%	20.00%
毛利（亿元）	3.25	6.81	8.17	9.80
yoy	6.55%	109.53%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	30.07%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>太阳能业务</b>				
营业收入（亿元）	9.19	8.73	8.29	7.88
yoy	-38.71%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
成本（亿元）	7.68	7.33	6.96	6.62
yoy	-40.34%	-4.59%	-5.00%	-5.00%
毛利（亿元）	1.50	1.40	1.33	1.26
yoy	-28.75%	-7.11%	-5.00%	-5.00%
毛利率(%)	16.36%	16.00%	16.00%	16.00%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 6.2 估值讨论

公司深耕玻璃行业多年，浮法玻璃下游需求扩张而新增产能有限，下游基建、地产需求仍有支撑；电子玻璃领域国产替代逻辑清晰，市场空间广阔；光伏玻璃领域将持续受益于光伏行业景气度，公司扩产能有望成为未来重要的盈利点；工程玻璃受益于绿色建筑和节能建筑的渗透率提升，公司 Low-E 玻璃竞争力强，新建产线扩产能提升市占率。

从可比公司估值来看，2021-2023 年行业平均估值分别为 21/16/13 倍，由于公司在电子玻璃、光伏玻璃领域持续发力，后期公司发展动能有望进一步跃升。目前来看，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 20.48/22.21/24.33 亿元，对应当前股价，2021/2022/2023 年南玻 A 估值分别为 14/13/12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9 可比公司估值

证券简称	股价	EPS				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
旗滨集团	17.54	0.68	1.79	2.04	2.36	18.84	9.78	8.61	7.44
福莱特	47.26	0.8	1.1	1.49	1.85	50	43.01	31.66	25.57



金晶科技	8.87	0.23	1.19	1.53	1.78	28.06	7.46	5.81	4.98
蓝思科技	24.99	0.98	1.1	1.48	1.82	27.41	22.74	16.91	13.74
行业平均						31.08	20.75	15.75	12.93

资料来源: Wind 一致预期, 上海证券研究所

## 七、风险提示

### 1.光伏电站扩张不及预期

光伏玻璃需求受光伏电站建设影响较高, 后续光伏电站建设是否符合预期, 将直接影响光伏玻璃的需求扩张。

### 2.电子玻璃国产替代不及预期

电子玻璃出现国产替代趋势, 是否能够突破国外技术封锁将直接影响国产电子玻璃的市场空间, 进而影响公司电子玻璃业务收益。

### 3.公司产能扩张不及预期

公司计划在多地计划新建产线, 扩张光伏玻璃和电子玻璃产能, 项目建设及产能释放是否符合预期将影响公司未来业绩增长。

## 八、附表

**资产负债表（单位：百万元）**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2126	4122	6435	9131
应收票据及应收账款	889	1231	1160	1296
存货	815	960	998	1093
其他流动资产	809	940	960	1035
流动资产合计	4640	7252	9553	12554
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	383	342	302	262
固定资产	9146	8825	8629	8396
在建工程	1893	1609	1368	1163
无形资产	1140	1190	1237	1250
其他非流动资产	681	607	550	518
非流动资产合计	13243	12573	12087	11589
<b>资产总计</b>	<b>17883</b>	<b>19825</b>	<b>21640</b>	<b>24143</b>
短期借款	353	0	0	0
应付票据及应付账款	1383	1602	1679	1831
合同负债	297	178	275	253
其他流动负债	1787	2145	2112	2176
流动负债合计	3819	3925	4066	4260
长期借款	853	977	766	639
应付债券	1994	1573	1151	1051
其他非流动负债	601	601	601	601
非流动负债合计	3448	3151	2518	2292
<b>负债合计</b>	<b>7267</b>	<b>7076</b>	<b>6584</b>	<b>6551</b>
股本	3071	3071	3071	3071
资本公积	597	597	597	597
留存收益	6373	8421	10642	13074
归属母公司股东权益	10213	12261	14482	16914
少数股东权益	403	488	575	677
<b>股东权益合计</b>	<b>10616</b>	<b>12749</b>	<b>15056</b>	<b>17591</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17883</b>	<b>19825</b>	<b>21640</b>	<b>24143</b>

**现金流量表（单位：百万元）**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>2731</b>	<b>3090</b>	<b>3452</b>	<b>3319</b>
净利润	812	2133	2307	2535
折旧摊销	923	623	615	629
营运资金变动	104	-157	154	-112
其他	891	491	376	266
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-790</b>	<b>-283</b>	<b>-383</b>	<b>-298</b>
资本支出	-1109	-286	-391	-303
投资变动	0	0	0	0
其他	319	3	8	5
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-1645</b>	<b>-811</b>	<b>-756</b>	<b>-325</b>
债权融资	-755	-297	-633	-226
股权融资	0	0	0	0
其他	-889	-514	-123	-99
<b>现金净流量</b>	<b>292</b>	<b>1996</b>	<b>2314</b>	<b>2695</b>

资料来源：Wind，上海证券研究所

**利润表（单位：百万元）**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>10671</b>	<b>14169</b>	<b>13632</b>	<b>15066</b>
营业成本	7444	8953	9208	10137
营业税金及附加	122	181	109	151
销售费用	234	351	218	271
管理费用	667	900	695	821
研发费用	405	551	409	467
财务费用	224	114	44	-18
资产减值损失	-739	-331	-249	-163
投资收益	3	3	8	5
公允价值变动损益	180	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1112</b>	<b>2828</b>	<b>2895</b>	<b>3262</b>
营业外收支净额	-6	-1	-11	-7
<b>利润总额</b>	<b>1106</b>	<b>2826</b>	<b>2884</b>	<b>3255</b>
所得税	294	693	577	720
净利润	812	2133	2307	2535
少数股东损益	33	85	87	102
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>779</b>	<b>2048</b>	<b>2221</b>	<b>2433</b>

**主要指标**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	30.2%	36.8%	32.5%	32.7%
净利率	7.3%	14.5%	16.3%	16.1%
净资产收益率	7.6%	16.7%	15.3%	14.4%
资产回报率	4.4%	10.3%	10.3%	10.1%
投资回报率	9.4%	15.0%	13.4%	12.4%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	1.9%	32.8%	-3.8%	10.5%
EBIT 增长率	31.8%	71.1%	-7.4%	7.5%
归母净利润增长率	45.3%	162.8%	8.4%	9.5%
<b>每股指标（元）</b>				
每股收益	0.25	0.67	0.72	0.79
每股净资产	3.33	3.99	4.72	5.51
每股经营现金流	0.89	1.01	1.12	1.08
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.60	0.71	0.63	0.62
应收账款周转率	15.66	15.89	15.77	15.83
存货周转率	9.13	9.33	9.23	9.28
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	40.6%	35.7%	30.4%	27.1%
流动比率	1.21	1.85	2.35	2.95
速动比率	0.98	1.58	2.08	2.66
<b>估值指标</b>				
P/E	29.52	14.05	12.96	11.83
P/B	2.22	2.35	1.99	1.70
EV/EBITDA	8.77	7.30	6.98	5.79

## 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。