

买入（维持）

百尺竿头，山泽可越

旗滨集团（601636）：玻璃深度报告系列之一

2023年2月28日

投资要点：

分析师：李紫忆

SAC 执业证书编号：

S0340522110001

电话：0769-22177163

邮箱：liziyi@dgzq.com.cn

主要数据 2023年2月27日

收盘价(元)	11.25
总市值(亿元)	301.89
总股本(亿股)	26.83
流通股本(亿股)	26.83
ROE(TTM)	14.94
12月最高价(元)	15.84
12月最低价(元)	7.85

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **深耕浮法玻璃行业，一体化战略带来新增量。**公司是国内优质浮法玻璃原片制造龙头，提供一站式玻璃产品、技术解决方案，以浮法玻璃为核心业务，将产品延伸至节能建筑玻璃、光伏玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃，截至2022H1，公司拥有25条优质浮法生产线，2条光伏玻璃生产线，2条高铝电子玻璃生产线，1条中性硼硅药用玻璃生产线。浮法玻璃原片产品下游客户主要为玻璃批发商、深加工厂家等。公司客户集中度较低，截至2021年，前五大客户销售额占比为7.92%。
- **浮法玻璃弹性可期，光伏玻璃供给高增需求强劲。**浮法玻璃供给具有刚性，是典型的周期行业，2022年受下游地产需求疲软、疫情反复等影响，浮法玻璃行业景气度筑底，2022Q2产能达到近年相对高点，2022Q3驶入下行通道，全年实际在产产能同比下降0.75%，库存处于历史高位价格承压，均价同比跌幅达26.97%。在市场需求低迷的环境下，冷修明显增加，2022Q3和2022Q4冷修产线的数量分别为17和14条，日熔量分别为1.10万t/d和0.84万t/d，叠加窑龄到期因素，我们预计2023年浮法玻璃冷修将持续，供给有望进一步收缩；需求端，地产政策力度显著升级，竣工端率先驶入修复通道，2023年建筑玻璃需求有望持续提振；成本端，原材料价格中枢预期下移，业绩预期有所修复。光伏玻璃方面，光伏行业景气度高，2014年至2022年累计装机容量CAGR达39.05%，预计到2025年累计光伏装机容量将达600-660GW，带动光伏玻璃需求。
- **成本优势构筑核心壁垒。**公司作为浮法玻璃原片龙头具备规模优势，2019年以来公司浮法玻璃市占率超11%，可摊薄固定成本；依托成熟的运输体系和得天独厚的地理位置，公司运输成本有显著优势，漳州、河源和醴陵硅砂基地距自供生产线运输距离较短，分别为25公里、16公里和26公里；公司通过外购原材料集中采购、战略储备降低成本，使得2021年公司浮法玻璃毛利率为51.57%，同比提升14.34个百分点；公司硅砂矿质量好、自给率高，且持续扩充资源储备，截至2022年3月末，共有硅砂基地5个，分别位于漳州、河源、郴州、醴陵以及马来西亚，2021年硅砂自给率超50%。
- **投资建议：**预计公司2022、2023年每股收益为0.51元、0.84元，对应估值为22倍、13倍。公司是国内浮法玻璃龙头，向产业链上下游延伸，深加工产品带来新增量，未来成长可期，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示。**下游建筑业波动的风险、原材料价格波动的风险、投融资压力及业务拓展风险、海外业务风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1. 国内浮法玻璃龙头，布局“一体两翼”计日可待	4
1.1 公司概况：优质浮法玻璃龙头，提供一站式玻璃产品、技术解决方案	4
1.2 发展历程：十年磨剑终成锋，“一体两翼”势如虹	5
1.3 主要产品：优质浮法玻璃原片为核心，产品逐渐向下游延伸	7
1.4 财务情况：近五年业绩 CAGR 较高，毛利率行业领先	8
1.5 公司股权结构集中，激励机制卓有成效	10
2. 浮法玻璃弹性可期，光伏玻璃供给高增需求强劲	12
2.1 浮法玻璃：供给刚性产能收缩，需求有望迎来复苏	12
2.1.1 供给端：库存处于高位，冷修主导行业供给变动	12
2.1.2 需求端：地产主导下游需求，供需两端政策助力需求回暖	14
2.1.3 成本端：2022 年原材料价格维持高位，2023 年价格中枢有望下移	17
2.2 节能建筑玻璃：市场前景广阔，政策驱动行业扩容	18
2.3 光伏玻璃：新增装机容量持续高增，拉动光伏玻璃需求	19
3. 公司亮点：成本优势构筑核心壁垒，产业链延伸激发新动能	21
3.1 成本优势：规模优势+运输成本优势+原材料成本优势	21
3.2 一体化优势：向产业链上下游延伸，深加工产品带来新增量	22
3.3 研发优势：自主创新能力强劲，持续引入专业人才	23
4. 投资策略	26
5. 风险提示	28

插图目录

图 1：公司部分产品应用成功案例	4
图 2：公司前五大客户销售额（亿元）	5
图 3：公司前五大供应商采购额（亿元）	5
图 4：公司所在行业产业链	5
图 5：公司发展历程	6
图 6：公司各项业务收入构成（亿元）	7
图 7：公司各项业务收入构成（%）	7
图 8：公司产品类别	7
图 9：公司产品展示	8
图 10：公司营业总收入（亿元）	9
图 11：公司归母净利润（亿元）	9
图 12：公司扣非净利润（亿元）	9
图 13：公司销售毛利率、销售净利率（%）	9
图 14：公司与可比公司销售毛利率（%）	9
图 15：公司与可比公司销售净利率（%）	9
图 16：公司管理费用率、销售费用率、财务费用率（%）	10
图 17：公司研发费用率（%）	10
图 18：公司股权结构图（截至 2022Q3）	10
图 19：公司控股或参股公司	12
图 20：浮法玻璃生产工艺流程图	12
图 21：浮法玻璃产业链	13
图 22：浮法玻璃库存情况（万重量箱）	13
图 23：浮法玻璃价格情况（元/吨）	13

图 24: 浮法玻璃生产线（条）	14
图 25: 浮法玻璃日熔量（万吨）	14
图 26: 商品房销售面积（万平方米）累计值	15
图 27: 商品房施工、新开工、竣工面积累计同比（%）	15
图 28: 房地产开发投资完成额累计同比（%）	15
图 29: 70 个大中城市新建商品房价格指数当月同比	15
图 30: 纯碱价格情况（元/吨）	17
图 31: 石油焦价格情况（元/吨）	18
图 30: LOW-E 玻璃示意图	18
图 34: 光伏玻璃在光伏组件中应用示意图	19
图 35: 光伏玻璃镀膜 3.2mm 全国均价（元/平方米）	20
图 36: 光伏累计装机容量（万千瓦）	20
图 37: 光伏新增装机容量（万千瓦）	21
图 38: 公司 2019-2021 年硅砂自给率	22
图 39: 主营光伏玻璃的子公司旗滨光能	23
图 40: 公司过往荣誉	24
图 41: 公司研发支出（万元）和研发费用率（%）	24
图 42: 公司研发人员数量及占比（%）	25

表格目录

表 1: 公司前十大股东（截至 2022Q3）	11
表 2: 2022 年以来地产政策梳理	16
表 3: 公司盈利预测简表（2023/2/27）	27

1. 国内浮法玻璃龙头，布局“一体两翼”计日可待

1.1 公司概况：优质浮法玻璃龙头，提供一站式玻璃产品、技术解决方案

公司主营玻璃产品研发、制造与销售，产品包括优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等。公司创建于 2005 年，深耕于浮法玻璃领域，经过 10 余年快速发展，目前员工数量超过 11000 人，已成为国内优质建筑玻璃原片龙头企业之一，为国内外客户提供一站式玻璃产品及技术解决方案，实施“以需定销、以销定产”的经营模式，不断满足客户需求和市场变化。目前公司拥有福建漳州、广东河源、湖南醴陵、湖南郴州、浙江绍兴、浙江长兴、浙江平湖、马来西亚森美兰州 8 个浮法玻璃生产基地，在国内外建有或在建 5 个光伏玻璃生产基地、6 个节能建筑玻璃生产基地，此外还在湖南醴陵建立电子玻璃生产基地，在湖南郴州和福建漳州建立药用玻璃生产基地。

图 1：公司部分产品应用成功案例



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

客户集中度较低，不存在单一供应商依赖的情况。公司产品广泛应用于下游房地产及建筑业、汽车、电子行业，浮法玻璃原片产品下游客户主要为玻璃批发商、深加工厂家等，节能建筑玻璃产品主要客户为建筑项目业主单位、幕墙公司、批发商等。客户集中度较低，截至 2021 年，前五大客户销售额 115,442.04 万元，占年度销售总额 7.92%。公司耗用的原材料主要包括浮法玻璃原片生产所需的主要材料硅砂、纯碱和主要燃料重油、石油焦、天然气，以及节能建筑玻璃的主要材料玻璃原片和靶材。目前公司大力推进全球采购模式，历经长期经营形成了稳定的采购渠道，涵盖国内、国外生产企业或供应商，公司原材料多为大宗商品，供应商数量众多，不存在单一供应商依赖的情况，截

至 2021 年，公司前五大供应商采购额占比 18.52%。

图 2：公司前五大客户销售额（亿元）

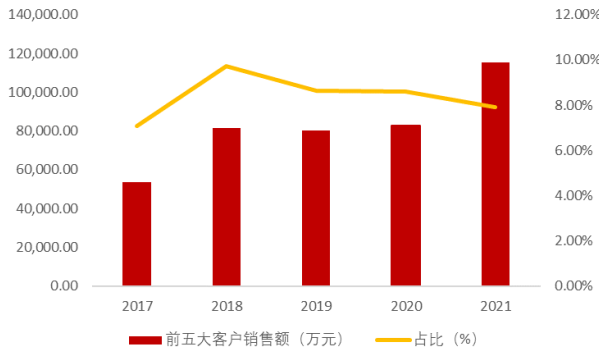
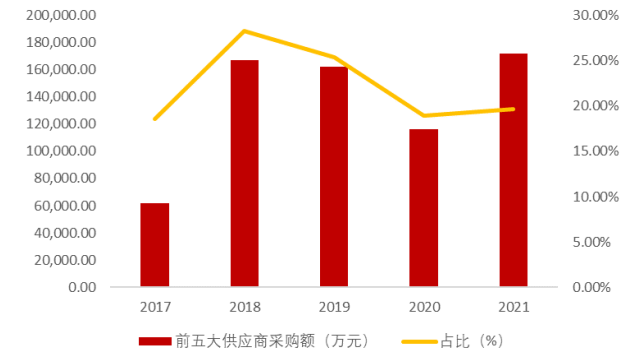


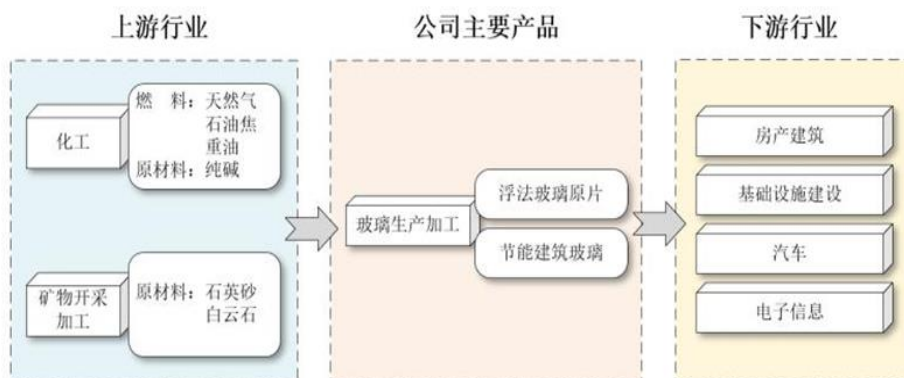
图 3：公司前五大供应商采购额（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：公司所在行业产业链



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 发展历程：十年磨剑终成锋，“一体两翼”势如虹

公司自 2005 年成立以来快速发展，成为优质浮法玻璃龙头。公司成立于 2005 年，收购原株洲玻璃厂进入玻璃行业；2007 年漳州旗滨玻璃、株洲旗滨特种玻璃注册成立；公司经历快速发展，于 2010 年改制为股份有限公司，并于 2011 年 8 月在上交所主板上市，同年 1 月河源旗滨硅业注册成立；公司两次定增，2014 年募集资金 7.87 亿元用于扩充产线，2015 年募集 12.81 亿元收购绍兴旗滨 100% 股权。

2014 年以来，公司积极进行产品结构优化和海外业务布局。2014 年新加坡、马来西亚子公司注册成立；2015 年公司在马来西亚森美兰州投产建设 2 条浮法玻璃产线，完成海外第一个生产基地布局；2016 年以来公司在马来西亚森美兰州、广东河源、浙江绍兴等地投产节能玻璃项目，进军节能玻璃领域；2018 年醴陵旗滨高性能电子玻璃生产线开工，公司开启电子玻璃业务；2019 年公司进军中性硼硅药用玻璃行业，在湖南郴州建设中性硼硅药用玻璃项目。公司不断拓展产业链，重视产品高端化，深加工项目建设有序推进。

1.3 主要产品：优质浮法玻璃原片为核心，产品逐渐向下游延伸

优质浮法玻璃原片是公司的核心产品，节能玻璃占比逐年提升。公司主营产品类型涵盖优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、光伏玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃，其中优质浮法玻璃原片是公司的核心产品，2019-2021 年公司的优质浮法玻璃原片收入占比一直维持在 85%以上，呈逐年下降趋势，但仍为公司盈利的主要来源。随着公司产品类的持续扩张，产品逐渐向下游延伸，公司发力节能建筑玻璃业务，新建六大生产基地，业务收入占比持续上升，截至 2021 年，节能建筑玻璃收入占比从 2019 年末的 7.19% 上升至 13.95%。随着公司产业链不断延伸，节能玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等高附加值产品营收占比有望持续提升。

图 6：公司各项业务收入构成（亿元）

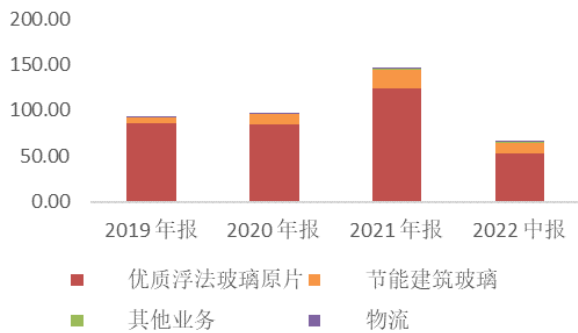
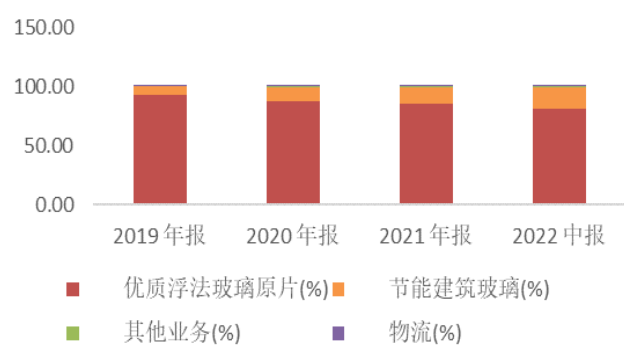


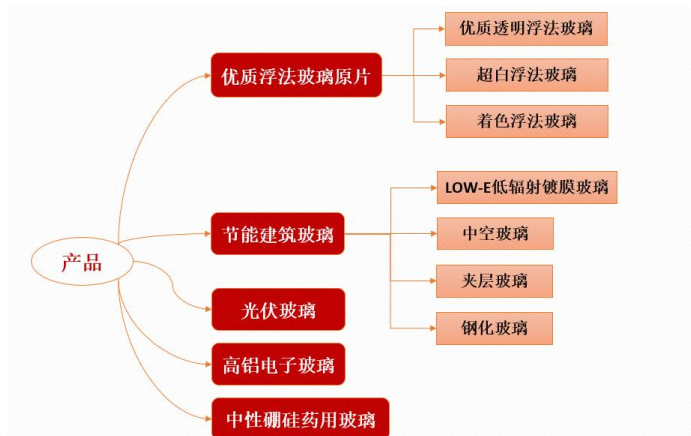
图 7：公司各项业务收入构成（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

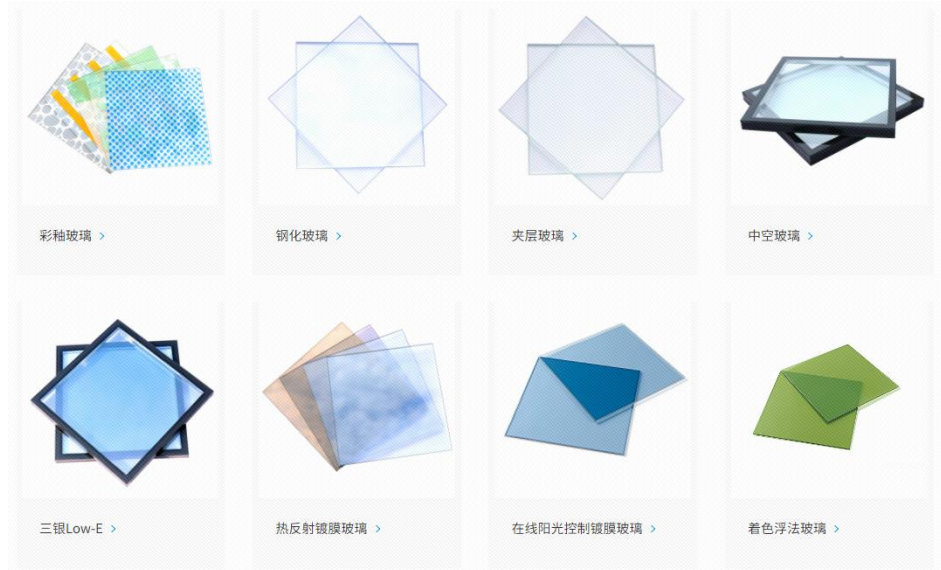
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：公司产品类别



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 9：公司产品展示



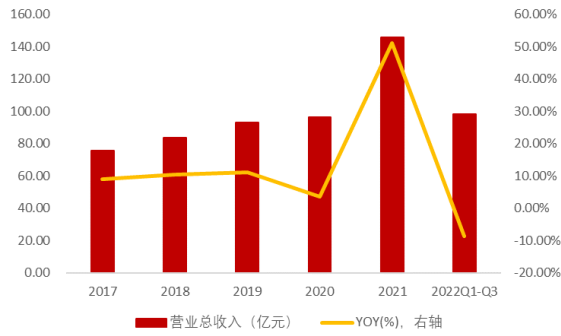
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 财务情况：近五年业绩 CAGR 较高，毛利率行业领先

公司业绩增长稳健。2017-2021 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 17.73% 和 38.74%，公司扣非净利润 CAGR 高达 40.02%，业绩快速增长。2021 年公司迎来业绩爆发，营收增速跃升至 51.12%，同比提升了 47.49 个百分点，归母净利润和扣非净利润分别同比上升 133.38%、142.26%，主要是由于宏观经济复苏加速叠加房地产竣工驱动，玻璃产品价格上升，公司迎来量价齐升。2022Q1-Q3 公司营收 98.39 亿元，同比下滑 9.09%，或因下游地产需求低迷、疫情反复等。

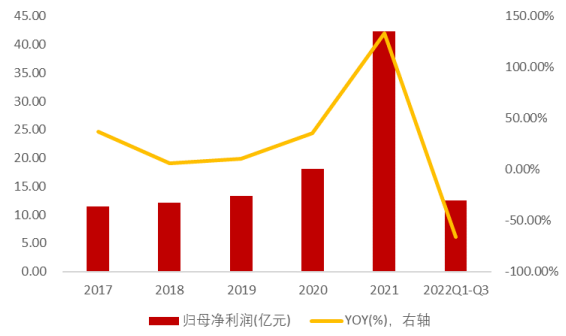
公司销售毛利率行业领先。2017-2021 年公司毛利率分别为 32.06%、28.79%、29.44%、37.27%、50.24%，均领先于可比公司。2021 年毛利率跃升至 50% 以上，主要是由于浮法玻璃价格上行，公司于年初进行较大规模战略采购，抑制了采购价格的涨幅。2022Q1-Q3 毛利率 25.25%，同比下滑 29.47%，主要是由于下游房地产市场低迷，需求疲弱，难以支撑价格，浮法玻璃库存处于高位，原材料价格居高不下等因素，行业盈利水平处于底部。

图 10: 公司营业总收入 (亿元)



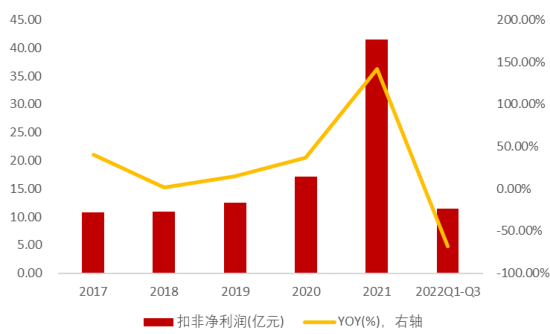
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 11: 公司归母净利润 (亿元)



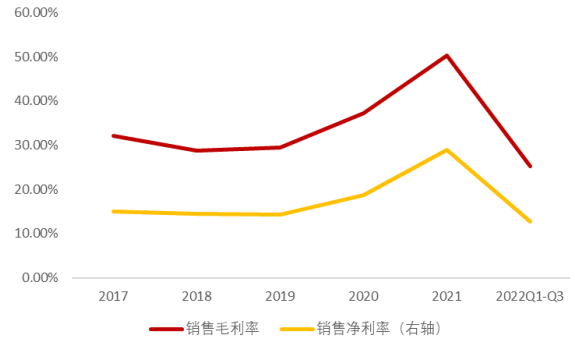
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 12: 公司扣非净利润 (亿元)



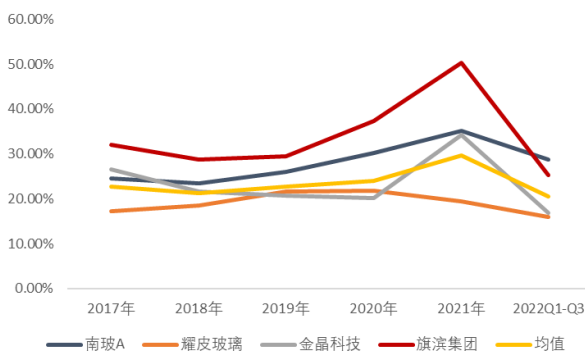
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 13: 公司销售毛利率、销售净利率 (%)



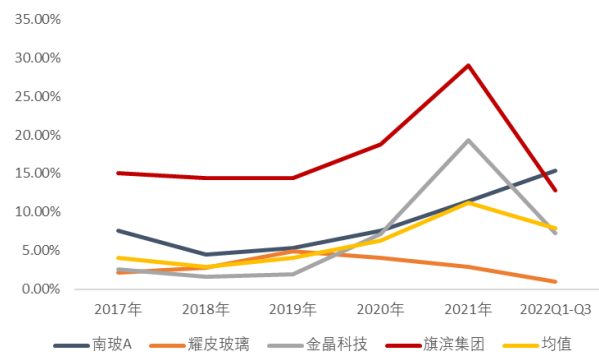
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 14: 公司与可比公司销售毛利率 (%)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 15: 公司与可比公司销售净利率 (%)

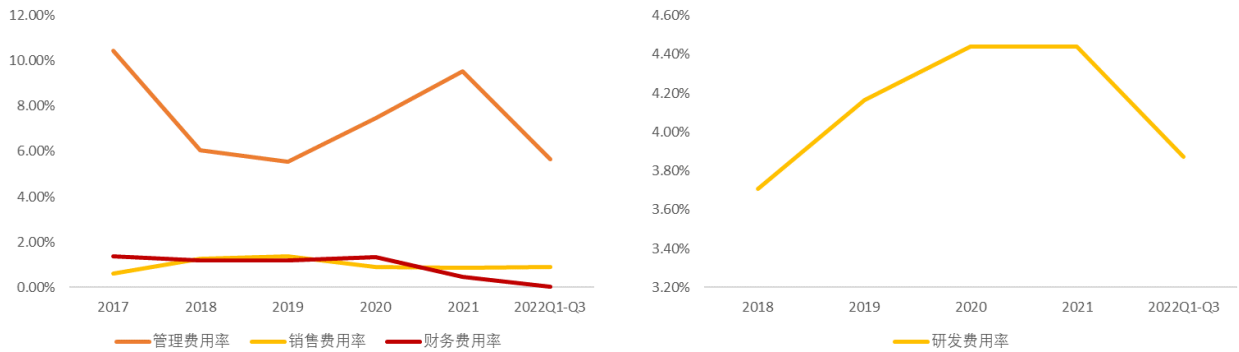


资料来源: wind, 东莞证券研究所

公司期间费用率五年间从 2017 年的 12.40% 上升至 2021 年的 15.30%，2022Q1-Q3 有所改善。管理费用方面，2021 年由于年经营业绩大幅增长相应计提业绩奖励增加、股份支付成本增加，以及与上年同期比业务规模扩大、纳入合并范围内单位

增加，相应管理费用增长较快；研发费用方面，公司 2018-2021 年呈现上行趋势，主要是由于公司重视研发，持续拓展产业链。

图 16：公司管理费用率、销售费用率、财务费用率（%） 图 17：公司研发费用率（%）



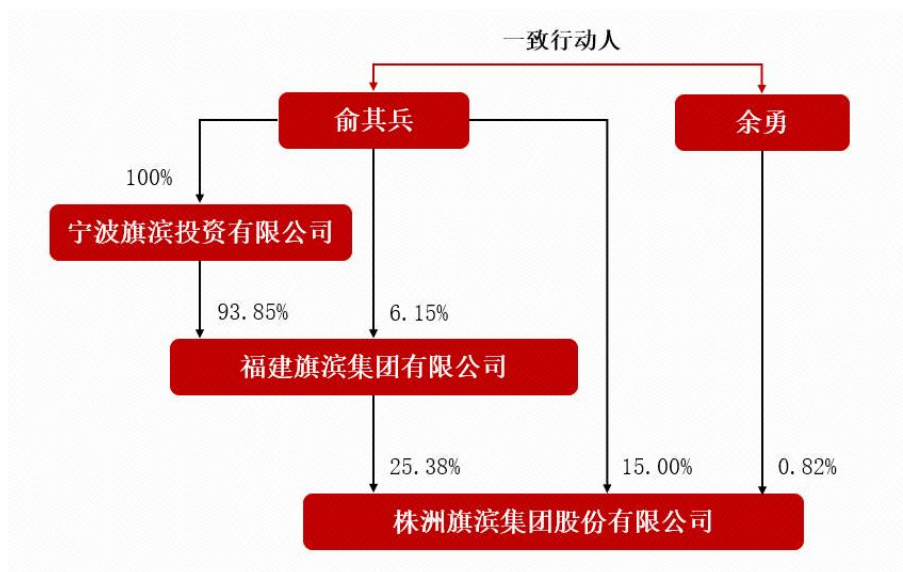
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

1.5 公司股权结构集中，激励机制卓有成效

公司股权结构较为集中，实控人为俞其兵先生。公司实际控制人为俞其兵先生，截至 2022Q3，俞其兵先生直接持有公司 15.00%的股份，通过控股股东福建旗滨间接持 25.38%的股份，前十大股东俞勇与俞其兵为直系亲属，因此俞其兵、俞勇与福建旗滨集团有限公司存在关联关系，是一致行动人，合计持有 41.20%的股份。

图 18：公司股权结构图（截至 2022Q3）



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

表 1：公司前十大股东（截至 2022Q3）

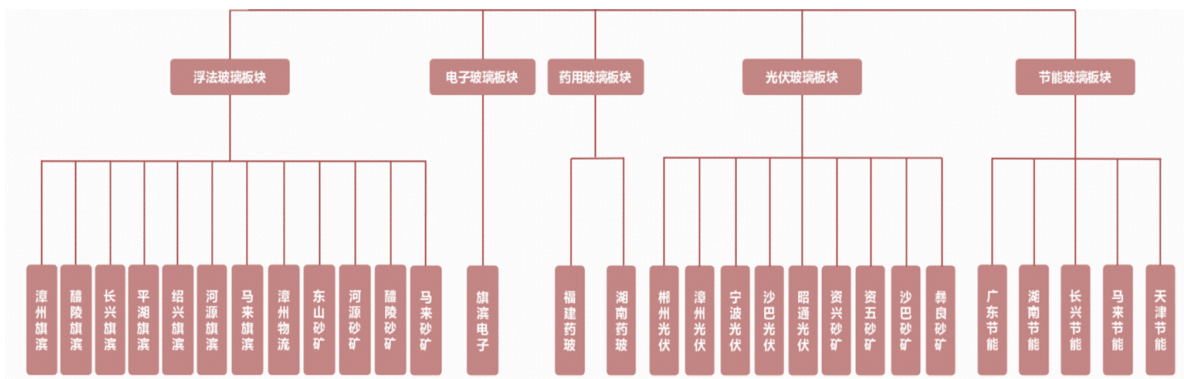
股东名称	持股数量(股)	持股比例
福建旗滨集团有限公司	681,172,979	25.38%
俞其兵	402,500,000	15.00%
香港中央结算有限公司	61,267,487	2.28%
全国社保基金一一四组合	28,000,000	1.04%
株洲旗滨集团股份有限公司-中长期发展计划之第三期员工持股计划	27,220,150	1.01%
招商银行股份有限公司-泓德瑞兴三年持有期混合型证券投资基金	25,092,513	0.94%
俞勇	22,012,922	0.82%
中国农业银行股份有限公司-富国价值优势混合型证券投资基金	20,000,027	0.75%
博时基金管理有限公司-社保基金16012组合	16,970,900	0.63%
全国社保基金一零八组合	16,034,209	0.60%
合计	1,300,271,187	48.45%

资料来源：wind，东莞证券研究所

管理层行业经验丰富。多名公司高管有着丰富的行业经验和坚实的专业背景。公司董事长何文进先生拥有丰富的管理经验，曾任中联重科股份有限公司市场总监、副总裁，建投投资有限责任公司副总经理、执行董事兼总经理；总裁张柏忠先生曾任中国南玻集团股份有限公司副总裁兼平板玻璃事业部总裁；副总裁左川先生曾任华为公司亚太内审部部长；副总裁杨立君先生为高级工程师，曾任哈尔滨玻璃厂副厂长、中国南玻集团二级公司总经理；财务总监张国明先生曾任职于华为审计部、德勤、南玻集团等；董秘姚培武先生曾任江西煤业集团有限责任公司董事会秘书，安源煤业集团股份有限公司董事会秘书。

公司建立事业合伙人计划、员工持股计划，管理层、核心骨干与公司利益深度绑定。事业合伙人计划股票来源于实控人俞其兵先生的无偿赠与，赠与分两个批次，总体规模不超过 1 亿股，目前已完成第一批 2,107.65 万股股份过户，有效促进了核心管理团队利益与公司全体股东利益一致，管理层有充分的动力做好公司经营。公司目前已实施员工持股计划，2019-2024 年计划分 6 期实施 12500 万股的员工持股计划，目前已落实 4 期。第一期实际参与认购的员工共计 389 人，持股 685 万股；第二期实际参与认购的员工共计 494 人，持股 2375 万股；第三期实际参与认购的员工共计 606 人，持股 2722 万股；第四期实际参与认购的员工共计 712 人，持股 2492 万股。管理层、核心骨干与公司利益深度绑定。

图 19：公司控股或参股公司



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

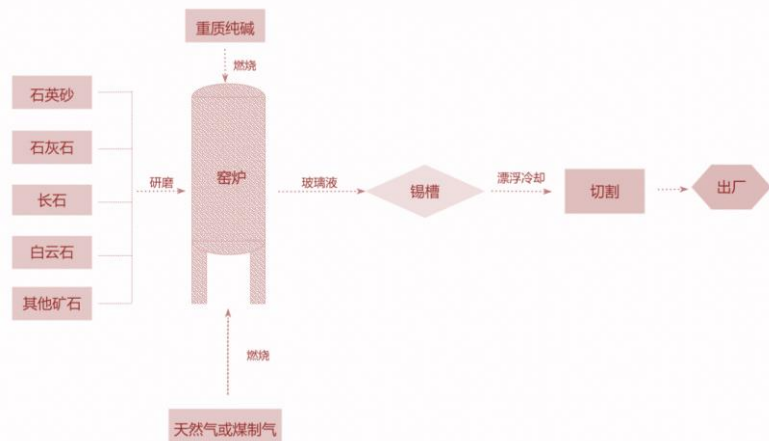
2. 浮法玻璃弹性可期，光伏玻璃供给高增需求强劲

2.1 浮法玻璃：供给刚性产能收缩，需求有望迎来复苏

2.1.1 供给端：库存处于高位，冷修主导行业供给变动

浮法玻璃生产具有刚性，是典型的周期行业。平板玻璃是一种以硅砂、纯碱和石灰石等不同原材料合并制成的平板状玻璃，按照生产工艺分类为浮法工艺、延压法、平拉法，其中浮法玻璃占比 90%以上，其强度、平整度、透光度均优于其它玻璃，是建筑玻璃中用量最大的一类，通过深加工可成为建筑节能玻璃、光伏玻璃等产品。浮法玻璃产线在点火后有 8-10 年的生产周期，之后需进行停产冷修，周期为 6 个月左右，窑炉投产后必须 24 小时连续运行，短暂停产也会对窑炉造成严重损害，需要冷修才能再次投产，因此行业供给的调整往往滞后于市场行情的变动。

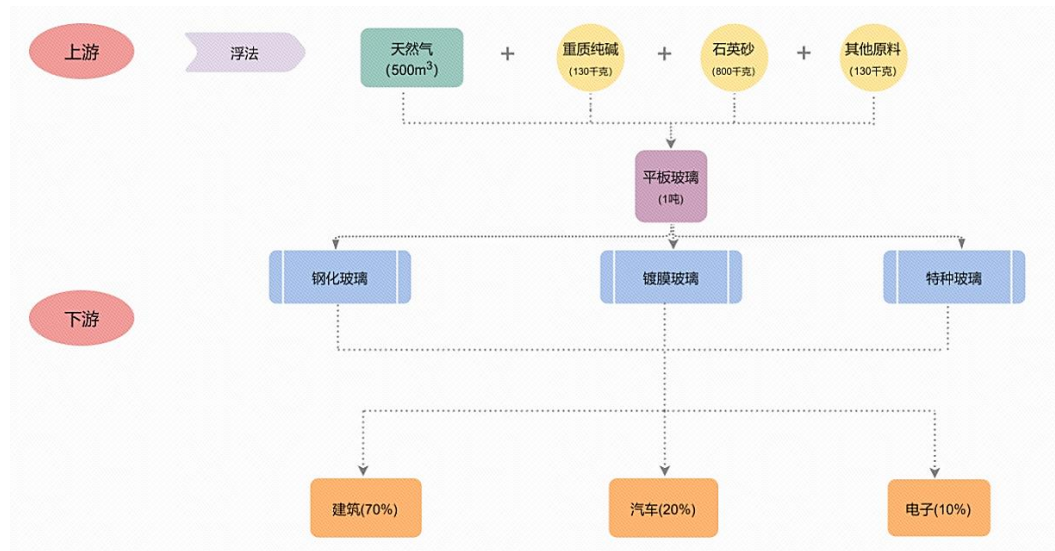
图 20：浮法玻璃生产工艺流程图



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

浮法玻璃行业竞争充分，具有地销特性。浮法玻璃原片是充分竞争、市场化程度较高的行业。在国内，企业的市场份额较为分散，竞争激烈。由于长途运输会导致物流成本高、废品率高，运输半径通常为 500km，因此浮法玻璃行业具有地销特性，对于生产基地的布局有一定要求，区域内拥有生产基地的企业往往在当地拥有较高的产能占比和市场主导权。

图 21：浮法玻璃产业链



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

2022 年浮法玻璃市场供大于求，库存处于高位。2022 年受下游地产需求疲软、疫情反复等影响，浮法玻璃行业景气度筑底，产品需求受到抑制，价格高位回落并持续走低，根据卓创资讯数据，2022 年中国浮法玻璃市场年度均价为 1882.20 元/吨，同比上年年均价跌幅达 26.97%。产能方面，2022Q2 行业产能达到近年相对高点，2022Q3 开始行业产能驶入下行通道，2022 全年实际在产产能 12.35 亿重量箱，同比去年下降 0.75%，产量 10.93 亿重量箱，同比去年下降 1.23%，2022 年末库存处于行业的历史相对高位。

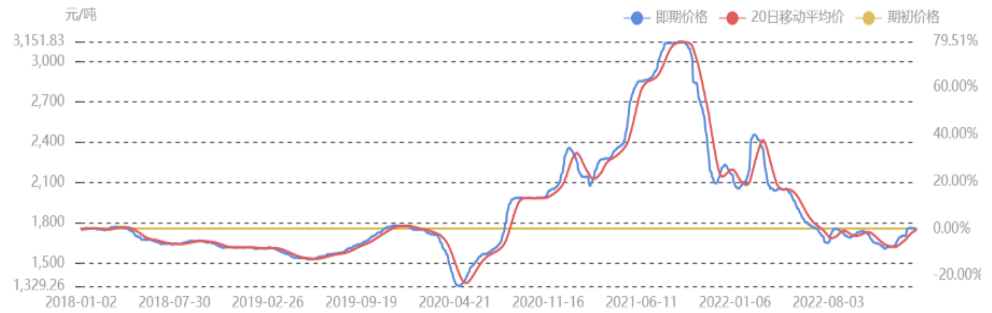
图 22：浮法玻璃库存情况（万重量箱）



资料来源：卓创资讯，东莞证券研究所

图 23：浮法玻璃价格情况（元/吨）

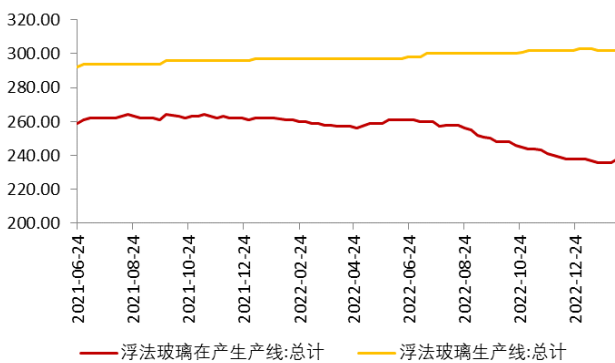
浮法玻璃商品参考价-中国浮法玻璃日度均价(承兑价)



资料来源：卓创资讯，东莞证券研究所

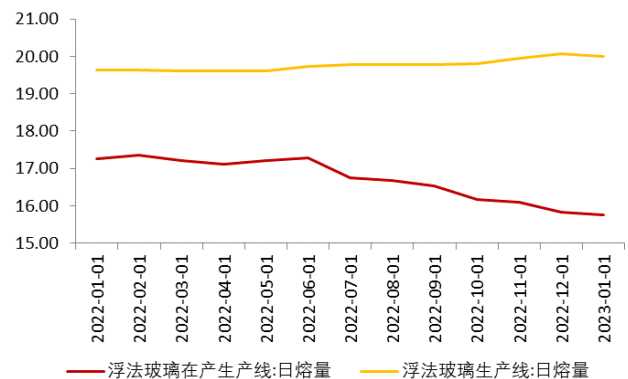
2022Q3 迎来冷修高峰，2023 年供给有望进一步收缩。为有效化解平板玻璃等行业产能过剩矛盾，国家曾先后出台《平板玻璃行业规范条件（2014 年本）》《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》等一系列等政策法规，浮法玻璃行业新增产能受到严格有效的控制，因此现有产线的冷修及复产情况主导行业产能。根据卓创资讯，截至 2022 年底，全国浮法玻璃生产线共计 307 条，在产产线 241 条，日熔量共计 16.18 万吨，同比减少 7.43%。2022 全年共计复产及新点火 14 条，冷修、停产 37 条，另有 5 条年内冷修后再次复产。在市场需求低迷的环境下，行业冷修从 2022Q3 明显增加，2022Q3 和 2022Q4 冷修产线的数量分别为 17 和 14 条，日熔量分别为 1.10 万 t/d 和 0.84 万 t/d，冷修高峰开始显现。根据美尔雅期货数据，国内 9 年及以上玻璃产线占比接近 20%，预计 2023 年浮法玻璃冷修将持续，供给有望进一步收缩。

图 24：浮法玻璃生产线（条）



资料来源：Choice，东莞证券研究所

图 25：浮法玻璃日熔量（万吨）



资料来源：Choice，东莞证券研究所

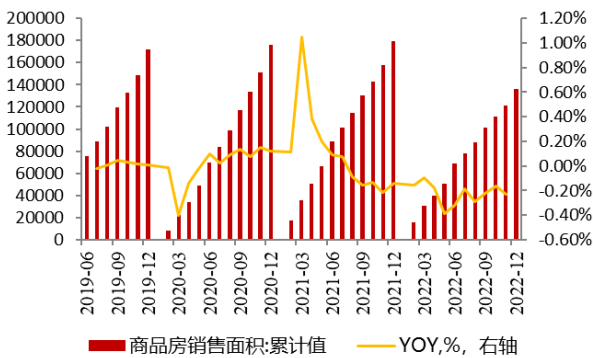
2.1.2 需求端：地产主导下游需求，供需两端政策助力需求回暖

地产主导下游需求，与竣工端关联紧密。浮法玻璃原片行业上游原材料主要为纯碱、石英砂和燃料，燃料主要为天然气、煤炭，少部分生产线使用石油焦、煤焦油和重油等。下游行业包含镀膜玻璃、钢化玻璃、中空玻璃、夹胶玻璃等深加工行业，终端应

用领域主要是房地产、汽车、电子电器，其中房地产需求占比超过 70%。由于浮法玻璃及下游深加工产品主要运用在门窗和建筑幕墙领域，因此与地产竣工关联较为紧密。

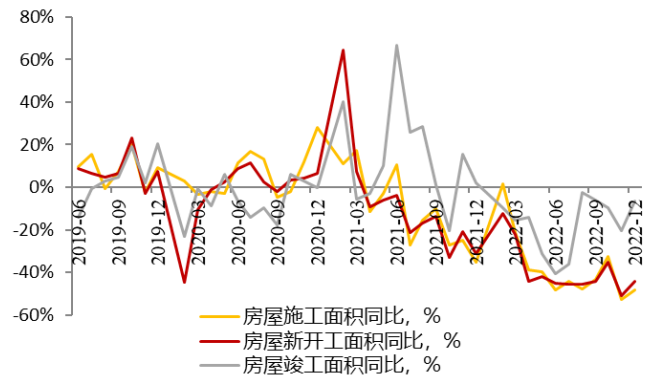
2022 年地产行业迎来至暗时刻，竣工端率先驶入修复通道。从国家统计局数据看，2022 年 1-12 月份，全国房地产开发投资同比下降 9.96%，房屋施工面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积、住宅销售面积分别同比下降 7.22%、39.37%、14.98%、24.30%。2022 年房地产新开工面积、住宅销售面积、房地产开发投资均同比大幅下滑，地产行业迎来至暗时刻，但 2022 年 7 月份以来，在“保交楼”的政策导向下，竣工端数据率先驶入修复通道，7-12 月房屋累计竣工面积分别同比下滑 23.35%、21.13%、19.87%、18.72%、18.97%、14.98%，跌幅呈逐渐收窄趋势。

图 26：商品房销售面积（万平方米）累计值



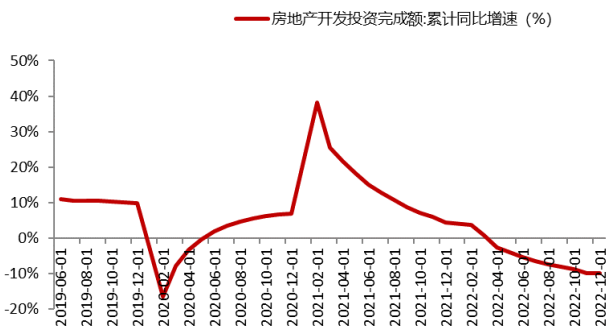
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27：商品房施工、新开工、竣工面积累计同比（%）



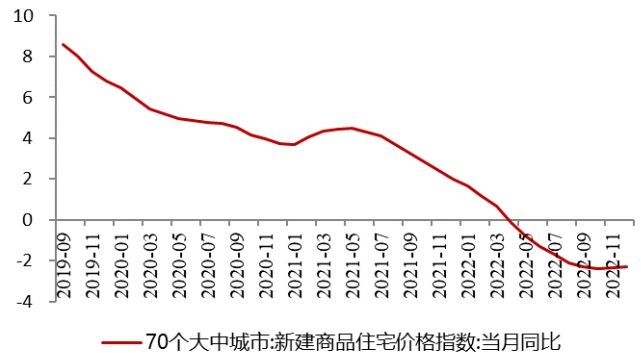
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 28：房地产开发投资完成额累计同比（%）



资料来源：IFinD，东莞证券研究所

图 29：70 个大中城市新建商品房价格指数当月同比



资料来源：IFinD，东莞证券研究所

政策力度显著升级，供需两端齐发力。2022 年以来多部门陆续印发支持房地产政策，2022Q4“稳地产”政策力度显著升级，信贷、债券、股权三大融资渠道“三箭齐发”，“三支箭”的出台完善了“信贷+债券+股权”的多层面融资政策，有效抑制了地产暴雷风险，政策拐点已现。中央经济工作会议将扩大内需放在首位，在扩大内需的方面首先提到“支持住房改善”，首次在最高级别的经济工作会议中提出“保交楼”。而刘鹤副总理在第五轮中国—东盟工商领袖和前高官对话和世界经济论坛 2023 年年会上两次强调，房地产业是中国国民经济的支柱产业。2023 年 1 月 5 日，央行银保监会发布首套住房贷

款利率政策动态调整机制，1月6日住建部表态降低第一套住房首付比、首套利率，对第二套住房合理支持。2月20日证监会启动不动产私募基金投资试点，旨在促进地产行业良性循环和健康发展。供需两端政策齐发力，地产行业有望加速修复。

表 2：2022 年以来地产政策梳理

时间	会议/文件/部门	主要内容
2022年1月17日	国家发改委印发《关于做好近期促进消费工作的通知》	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年3月16日	银保监会召开专题会议传达学习贯彻国务院金融委会议精神	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年3月21日	国务院印发《国务院关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》	强调房子是用来住的，不是用来炒的定位，坚持租购并举，加快发展长租房市场，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年4月29日	中共中央政治局会议	会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年6月21日	国家发改委印发《“十四五”新型城镇化实施方案》	提出建立住房和土地联动机制，支持合理自住需求，遏制投资投机性需求。
2022年6月24日	深交所发布《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》	支持优质房地产企业盘活存量资产。允许优质房地产企业进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房地产企业发行公司债券兼并收购出险房地产企业项目，促进房地产行业平稳健康发展。
2022年7月28日	中共中央政治局会议	因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022年11月8日	交易商协会	在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，额度预计2500亿元。
2022年11月23日	中国人民银行和银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	金融“十六条”落地，提出要稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，鼓励各类金融机构提供配套融资支持，积极配合做好受困房地产企业风险处置，阶段性调整部分金融管理政策。
2022年11月28日	证监会官网	证监会表示，即日起将恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。
2022年12月15日	中央经济工作会议	对2023年经济工作提出五大要求，将扩大内需放在首位，在扩大内需的方面首先提到“支持住房改善”，会议还指出要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作。
2023年1月5日	央行、银保监会	发布首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023年1月6日	住房和城乡建设部	因城施策、精准施策，提振市场信心。对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持。以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。对于购买三套以上住房的，原则上不支持，就是不给投机炒房者重新入市留有空间。
2023年2月20日	证监会	证监会启动不动产私募投资基金试点，支持不动产市场平稳健康发展。此次试点工作是证监会落实党中央和国务院有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，健全资本市场功能，促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能的重要举措。不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。

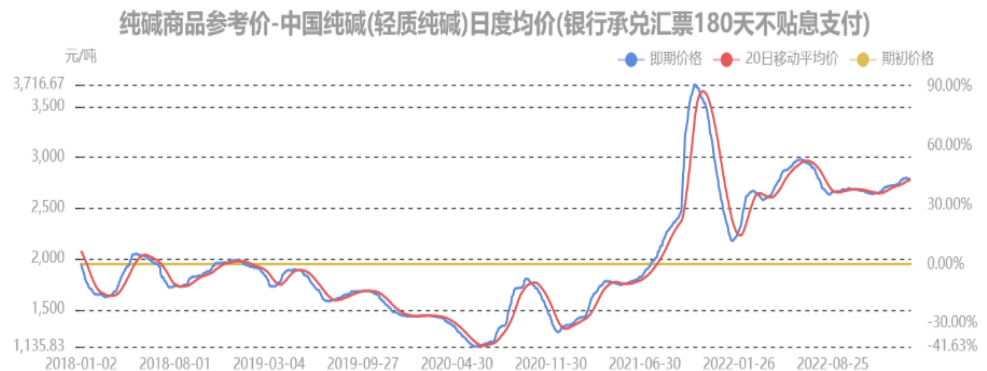
资料来源：证监会官网等，东莞证券研究所

政策效果显现，助力市场强信心稳预期。继“保交楼”政策下竣工端数据率先出现边际改善，二手房市场呈现明显的回暖迹象。国家统计局发布的数据显示，2023年1月份70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有36个和13个，环比上月分别增加21个和6个，一线城市商品住宅销售价格环比转涨、二三线城市环比降势趋缓。根据克而瑞研究中心数据，全国11个重点城市的二手房成交较去年春节月的成交增长29%，1月贝壳50城二手房价格指数环比上涨0.2%，这是自2021年8月连续17个月环比下跌以来首次止跌。二手房市场作为楼市的“晴雨表”，对市场需求的反映更为及时。地产市场回暖预期明确，在“保交楼”的政策导向下，建筑玻璃需求有望得到较好支撑，前期积压的需求也将加速释放。

2.1.3 成本端：2022年原材料价格维持高位，2023年价格中枢有望下移

2022年浮法玻璃原材料成本维持高位，2023年原材料价格中枢有望下移。浮法玻璃的主要原材料有硅砂、纯碱和燃料，其中纯碱和燃料价格是影响成本的核心因素，燃料成本约占生产成本的40%以上，纯碱约占玻璃生产成本的20%，2022年以来均维持在相对高位。2022年纯碱价格高点低于2021年，但均价处于十年历史新高，全年国内重碱终端均价在2859元/吨，同比上涨16.6%。2022年石油焦价格整体呈现倒“V”字走势，截至12月31日，石油焦参考价格4581元/吨，较年初上涨63.08%。对浮法玻璃企业的利润造成了一定的影响。根据百川盈孚，纯碱行业2023年预计新增产能600万吨左右，增势明显，或对纯碱价格形成冲击。叠加“保供”政策持续发力，上游原材料价格中枢预期下移，浮法玻璃行业估值和利润有望得到修复。

图 30：纯碱价格情况（元/吨）



资料来源：卓创资讯，东莞证券研究所

图 31: 石油焦价格情况 (元/吨)

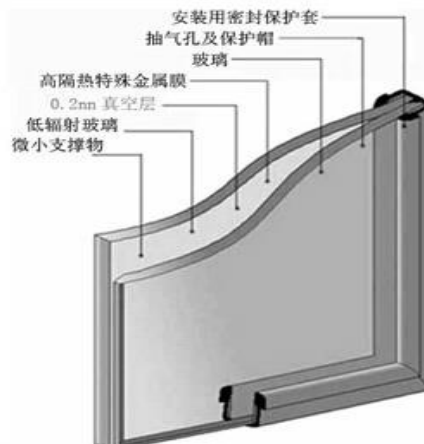


资料来源: 卓创资讯, 东莞证券研究所

2.2 节能建筑玻璃: 市场前景广阔, 政策驱动行业扩容

高端节能建筑玻璃产品市场前景广阔。节能建筑玻璃是以玻璃原片为基材, 采用物理方法、化学方法及其组合对玻璃进行再加工, 制成具有新的结构、功能或形态的建筑工程用玻璃, 具备保温性和隔热性等节能特性, 种类包括 Low-E 低辐射镀膜玻璃、中空玻璃、夹层玻璃、钢化玻璃等等, 可以有效降低建筑物能耗。在建筑玻璃领域, 国内低端产品市场和高端产品市场的竞争状况存在明显差异, 近年来国家出台的节能环保和产业限制政策, 加速了高能耗和污染的低端浮法玻璃企业出清。低端产品市场竞争激烈无序, 毛利处于低位, 中低档玻璃产能过剩, 而高档玻璃产品相对短缺。在高端产品市场, 随着包装防护和运输技术的不断进步, Low-E 镀膜玻璃大板可实现异地深加工, 涌现出大量直接采购 Low-E 镀膜玻璃大板进行进一步深加工的中小型企业, 节能建筑玻璃行业竞争程度也随之加剧, 我国节能建筑玻璃应用普及程度较发达国家仍有较大差距, 目前 Low-E 玻璃在发达国家使用比例基本超过 80%, 其中德国的渗透率高达 92%, 而目前我国 Low-E 玻璃市占率仅为 12%, 渗透率仍有较大提升空间。

图 32: LOW-E 玻璃示意图



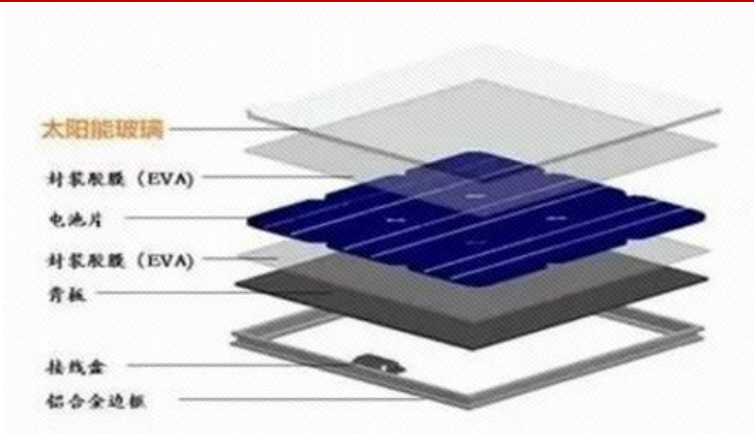
资料来源: 玻璃网, 东莞证券研究所

政策驱动节能建筑玻璃市场扩容。2021年10月，住房和城乡建设部批准《建筑节能与可再生能源利用通用规范》为强制性工程建设规范，规范要求新建居住建筑和公共建筑平均能耗设计水平在旧版2016年标准的基础上分别降低30%、20%。根据德国商会德中生态商务平台(Econet China)的《目标市场分析：中国建筑和绿色建筑标准的能源效率》，传统建筑中，通过门窗流失的能量约占建筑能耗的45%-50%，因此减少门窗的热损失是降低建筑能耗水平的有效手段，新规的实施有望推动节能玻璃市场扩容。2022年11月四部门印发《建材行业碳达峰实施方案》提出要提升新建建筑与既有建筑改造中使用绿色建材，特别是节能玻璃、新型保温材料、新型墙体材料的比例，到2030年星级绿色建筑全面推广绿色建材，我国节能玻璃需求有望持续提升。

2.3 光伏玻璃：新增装机容量持续高增，拉动光伏玻璃需求

光伏玻璃是光伏组件的重要组成部分，超白压延玻璃是主流。光伏玻璃是太阳能电池组件之一，用于封装硅片，可以提高光的吸收性和光电转化的效率，对比普通平板玻璃，光伏玻璃的透光率高，耐高温、抗氧化、耐腐蚀、抗冲击性强，可以使太阳能电池片承受更大的风压及昼夜温差变化。与普通平板玻璃相比，光伏玻璃行业壁垒较高，在生产线和生产周期方面都有更高要求。根据制作工艺不同，光伏玻璃可分为超白压延玻璃和浮法玻璃，压延玻璃主要用作晶硅电池组件，而浮法玻璃主要用在薄膜电池组件，由于晶硅电池在光伏组件中市占率较大，根据CPIA数据，2021年全球晶硅电池市占率高达96.2%，因此目前超白压延玻璃是光伏玻璃的主流。

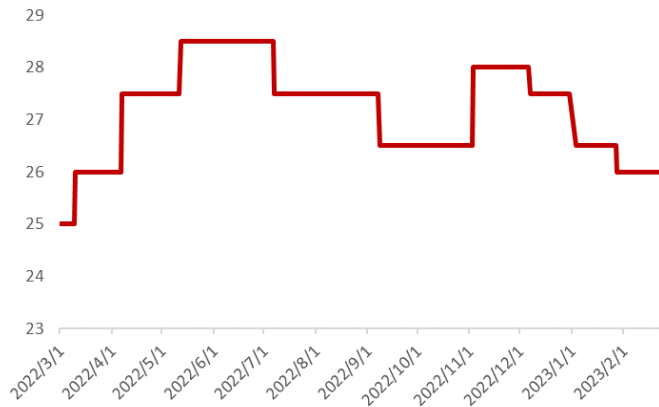
图 33：光伏玻璃在光伏组件中应用示意图



资料来源：福莱特公司公告，东莞证券研究所

2022 年行业供给高增价格承压。根据中国建筑玻璃与工业玻璃协会数据，2022 年光伏压延玻璃累计产量 1606.2 万吨，同比增加 53.6%，2 毫米、3.2 毫米光伏压延玻璃平均价格为 20.8 元 / 平方米、27 元 / 平方米，同比下降 11.9%、6.1%，行业产能、产量大幅增长，供给较为宽松，价格处于低位运行。

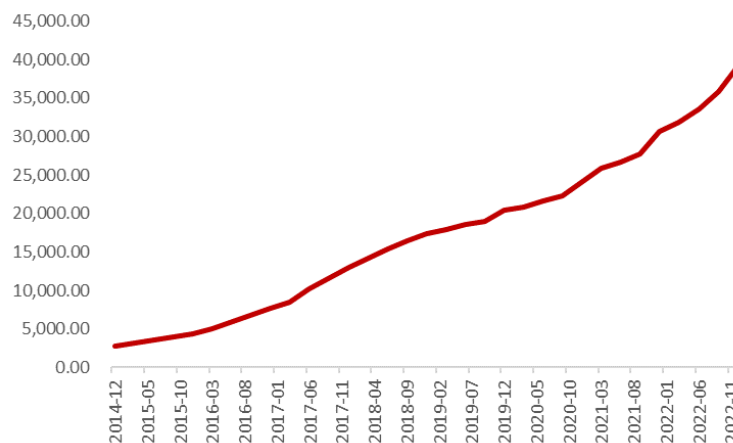
图 34：光伏玻璃镀膜 3.2mm 全国均价(元/平方米)



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

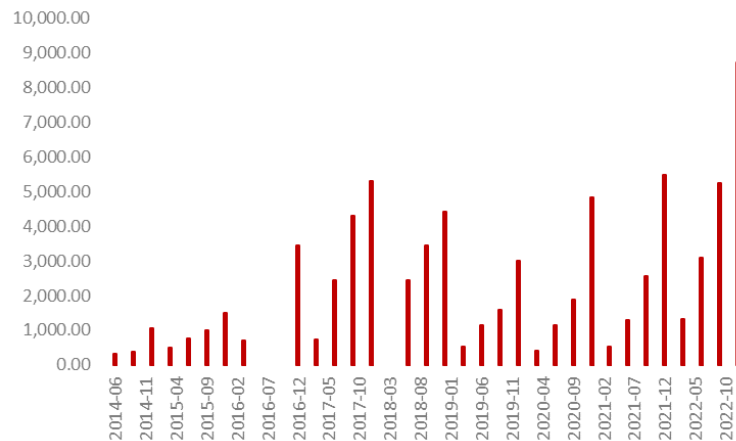
“双碳”背景下光伏行业景气度高，需求前景广阔。中国是全球最大的光伏装机国及光伏组件出口国家，新增装机容量逐年上升。从 2014 年至 2022 年，我国光伏累计装机容量从 28.05GW 提升至 392.04GW，CAGR 达 39.05%。从新增容量来看，近三年出现快速增长，2020-2022 年新增容量分别为 48.20GW、54.88GW、87.40GW，同比增长分别为 60.08%、13.86%、59.27%。根据 CPIA 预计，“十四五”期间，中国年均光伏新增装机规模将达 70-90GW，截至 2022 年，累计光伏装机容量已达到 392.04GW，根据我们的测算，预计到 2025 年我国累计光伏装机容量将达 600-660GW。随着光伏行业的快速发展，光伏玻璃组件需求将持续扩张，光伏玻璃长期需求前景广阔。

图 35：光伏累计装机容量（万千瓦）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 36：光伏新增装机容量（万千瓦）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

3. 公司亮点：成本优势构筑核心壁垒，产业链延伸激发新动能

3.1 成本优势：规模优势+运输成本优势+原材料成本优势

公司作为浮法玻璃原片龙头具备规模优势。浮法玻璃原片为标准化产品，具有规模优势的企业能够摊薄固定成本，获得更强的竞争优势。2019年以来公司浮法玻璃市占率超过11%，居于市场领先地位。截至2022H1，公司拥有25条优质浮法生产线，2条光伏玻璃生产线，2条高铝电子玻璃生产线，1条中性硼硅药用玻璃生产线，以及在建4条光伏压延玻璃生产线，1条中性硼硅药用玻璃生产线。

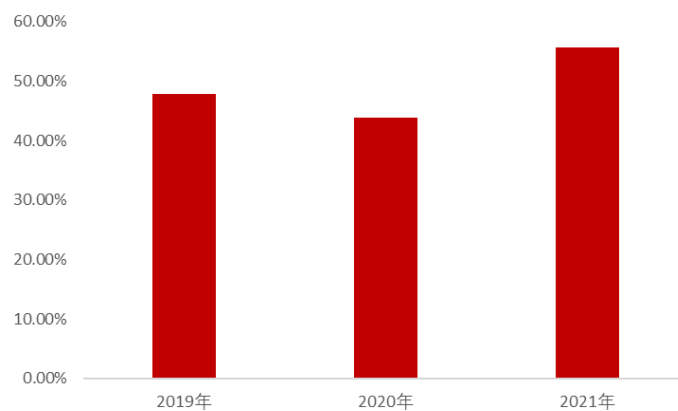
公司依托成熟的运输体系和得天独厚的地理位置，运输成本有显著优势。玻璃产品质量大、易碎、易发霉，长途运输导致物流成本高，废品率高，通常运输半径为500公里。因此，玻璃行业对于生产基地的布局有一定要求，公司大部分生产基地均配有接驳到厂区的铁路或港口，具有较强的运输优势。公司漳州、河源和醴陵硅砂基地距自供生产线运输距离较短，分别为25公里、16公里和26公里，运输成本优势显著。公司销售主要辐射华东、华中和华南地区，以上区域是我国经济发展较为发达的区域，也是国内玻璃消费的主要区域。2019-2021年华东、华南及华中地区收入合计分别为82.77亿元、87.35亿元和131.95亿元，占主营业务收入的比重分别为89.96%、91.56%和91.23%。公司在东山县还拥有与生产线配套的三个共计40000吨级海港码头，均具备海运运输条件、配套港口设施条件，年设计吞吐量可达到230万吨，具备海运优势。

公司通过外购原材料集中采购，战略储备降低成本。原材料纯碱、重油及石油焦由公司本部统筹协调进行集中采购，可享受批量采购价格优惠，公司大力推进全球采购模式，通过竞价、分级供应方式确保原材料供应满足生产需求，渠道包括国内、国外生产企业或供应商。另外，公司通过战略采购降低成本，对于原料价格走势进行预判，在价格低位时批量购进原材料以作战略储备，摊薄原材料成本。2021年重油和石油焦市场价格大幅上涨，公司于年初进行较大规模战略采购，得益于战略储备的实施，2021年公司

浮法玻璃毛利率为 51.57%，同比提升 14.34 个百分点。为锁定采购成本，公司建立套期保值管理制度，有效对冲了现货价格波动的风险，维持公司盈利的稳定性。

公司硅砂矿自给率高且持续扩充资源储备，成本优势与保供能力显著。硅砂是玻璃产品的主要原材料之一，拥有硅砂矿资源的企业原料保供和成本控制能力较强，因此硅砂矿对于玻璃生产企业是战略性资源。截至 2022 年 3 月末，公司共有硅砂基地 5 个，分别位于漳州、河源、郴州、醴陵以及马来西亚森美兰州，2019-2021 年公司硅砂自给率分别为 47.84%、43.86%和 55.63%，已达到行业较高水平。

图 37：公司 2019-2021 年硅砂自给率



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 一体化优势：向产业链上下游延伸，深加工产品带来新增量

公司向产业链上下游延伸，打造一体化经营模式。公司自成立以来深耕浮法玻璃主业，以浮法玻璃原片为基础，逐步向产业链上下游延伸。为保证企业原材料供应、更好地控制生产成本，公司持续争取硅砂矿资源，目前硅砂自给率已超过 50%。公司已构建优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、光伏玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅玻璃的产业格局，形成了从硅砂矿到浮法玻璃原片再到下游深加工产品的较为完整的产业链，有利于提高产品附加值和经营效率，更好地适应市场需求，在时代的洪流中保持领先地位。

光伏玻璃有望在 2023 年放量。公司在湖南郴州、福建漳州、浙江宁波、云南昭通、马来西亚沙巴州建有或在建光伏玻璃基地，截至 2022 年 10 月，公司拥有 2 条湖南郴州光伏玻璃生产线，产线规模分别为 1000t/d、1200t/d，在建 4 条光伏压延玻璃生产线，正在筹建的包括 7 条光伏玻璃生产线。预计 2023 年公司有望新增 5 条 1200t/d 产线，合计新增规模 6000t/d。

图 38：主营光伏玻璃的子公司旗滨光能



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

电子玻璃产能持续扩张，为公司带来新增量。公司旗下子公司旗滨电子主营高性能电子玻璃产品，拟分拆至深交所创业板上市。电子玻璃具有强度高、重量轻、透光率高等特点，高性能电子玻璃在抗划伤、韧性和硬度等方面优于普通钠钙玻璃，被广泛作为平板电脑和智能手机、智能手表、车载应用、公共查询系统、工业控制等电子产品触摸首选玻璃盖板。由于高性能超薄电子玻璃的生产存在资金投入大、技术难度高等特点，国内高性能电子盖板玻璃市场绝大多数仍以进口为主，近年来国内产品逐步切入中高端市场，国产替代正当时。旗滨电子第一条年产 65t/d 高性能电子玻璃生产线于 2019 年 7 月点火，2020 年 4 月进入商业化运营，第二条 65t/d 生产线已于 2022 年 7 月点火，随着二线的商业化运营，业绩逐步释放，旗滨电子的收入和利润水平有望进一步提高。目前公司正在筹建 2 条 65t/d 高性能电子玻璃生产线，预计于 2024 年投产，有望为公司带来新增量。

3.3 研发优势：自主创新能力强劲，持续引入专业人才

公司的研发水平处于行业领先地位，自主开发一系列核心技术。公司从原料配料与称量技术、熔窑优化设计和提高熔化质量技术、锡槽成型技术、退火窑技术，到自动控制与成套软件系统全部可实现自主开发。公司注重节能环保技术研发，开发了连通烟道环保备用系统，具备全年 100%达标排放的能力；掌握了替代重油的多元化燃料燃烧技术，开发了余热综合利用技术，把窑炉排出的热废气，进行余热综合利用，既可以余热发电，又可以满足浮法玻璃生产过程中的蒸汽使用要求，与燃料多元化技术产生节能减排、降低成本的作用。公司从国外引进先进的生产设备，从原片生产、磨边、镀膜、钢化到包装，由集团最新一代全自动缺陷检测系统全程监控，为生产高质量玻璃提供有力支撑。

公司重视研发创新，持续引进专业人才。公司专注浮法玻璃产品生产及其深加工多

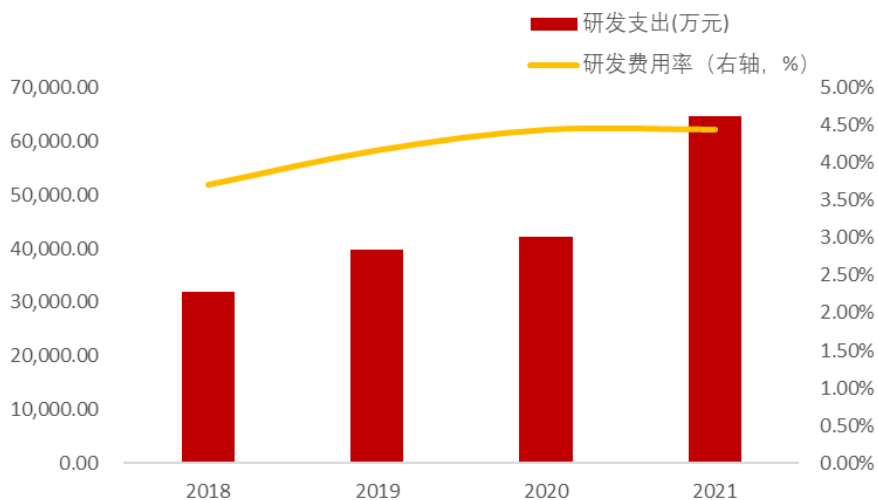
年，拥有强大的项目实施管理团队和专业技术团队，培养出了一批高素质的工程管理和企业管理人才，在玻璃生产及加工方面积累了丰富的管理经验。公司持续引全球顶尖技术研发团队，组建了五大研发机构：开发研究院、光伏玻璃研发中心、节能玻璃研发中心、药用玻璃研发中心、电子玻璃研发中心。2019-2021年，公司研发费用率分别为4.16%、4.44%、4.44%，技术人员数量分别为1344、1002、2142人，研发投入逐年提升。

图 39：公司过往荣誉



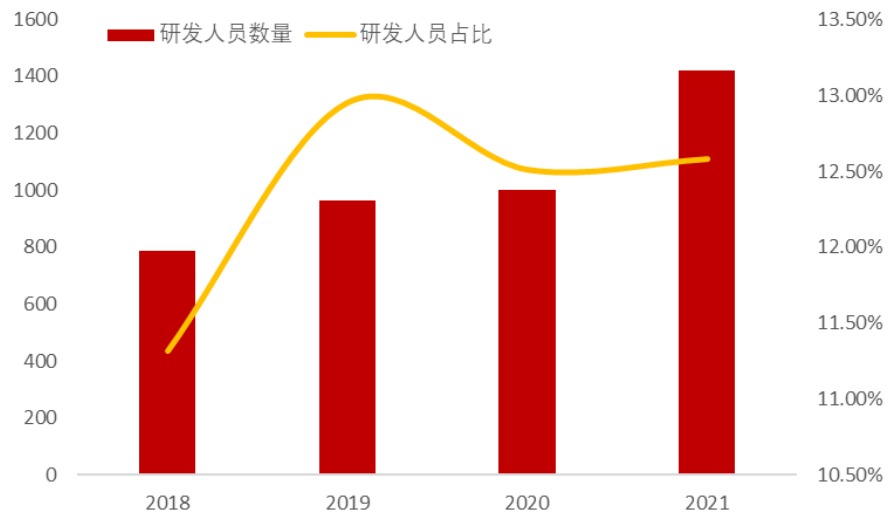
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 40：公司研发支出（万元）和研发费用率（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 41：公司研发人员数量及占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 投资策略

深耕浮法玻璃行业，一体化战略带来新增量。公司是国内优质浮法玻璃原片制造龙头，提供一站式玻璃产品、技术解决方案，以浮法玻璃为核心业务，将产品延伸至节能建筑玻璃、光伏玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃，截至 2022H1，公司拥有 25 条优质浮法生产线，2 条光伏玻璃生产线，2 条高铝电子玻璃生产线，1 条中性硼硅药用玻璃生产线。浮法玻璃原片产品下游客户主要为玻璃批发商、深加工厂家等。公司客户集中度较低，截至 2021 年，前五大客户销售额占比为 7.92%。

浮法玻璃弹性可期，光伏玻璃供给高增需求强劲。浮法玻璃供给具有刚性，是典型的周期行业，2022 年受下游地产需求疲软、疫情反复等影响，浮法玻璃行业景气度筑底，2022Q2 产能达到近年相对高点，2022Q3 驶入下行通道，全年实际在产产能同比下降 0.75%，库存处于历史高位价格承压，年均价同比跌幅达 26.97%。在市场需求低迷的环境下，冷修明显增加，2022Q3 和 2022Q4 冷修产线的数量分别为 17 和 14 条，日熔量分别为 1.10 万 t/d 和 0.84 万 t/d，叠加窑龄到期因素，我们预计 2023 年浮法玻璃冷修将持续，供给有望进一步收缩；需求端，地产政策力度显著升级，竣工端率先驶入修复通道，2023 年建筑玻璃需求有望持续提振；成本端，原材料价格中枢预期下移，业绩预期有所修复。光伏玻璃方面，光伏行业景气度高，2014 年至 2022 年累计装机容量 CAGR 达 39.05%，预计到 2025 年累计光伏装机容量将达 600-660GW，带动光伏玻璃需求。

成本优势构筑核心壁垒。公司作为浮法玻璃原片龙头具备规模优势，2019 年以来公司浮法玻璃市占率超 11%，可摊薄固定成本；依托成熟的运输体系和得天独厚的地理位置，公司运输成本有显著优势，漳州、河源和醴陵硅砂基地距自供生产线运输距离较短，分别为 25 公里、16 公里和 26 公里；公司通过外购原材料集中采购、战略储备降低成本，使得 2021 年公司浮法玻璃毛利率为 51.57%，同比提升 14.34 个百分点；公司硅砂矿质量好、自给率高，且持续扩充资源储备，截至 2022 年 3 月末，共有硅砂基地 5 个，分别位于漳州、河源、郴州、醴陵以及马来西亚，2021 年硅砂自给率超 50%。

维持对公司的“买入”评级。预计公司 2022、2023 年每股收益为 0.51 元、0.84 元，对应估值为 22 倍、13 倍。公司是国内浮法玻璃龙头，向产业链上下游延伸，深加工产品带来新增量，未来成长可期，维持对公司的“买入”评级。

表 3：公司盈利预测简表（2023/2/27）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,573	13,660	15,651	18,873
营业总成本	9,657	12,058	13,009	15,397
营业成本	7,252	9,984	10,561	12,361
营业税金及附加	177	152	174	210
销售费用	125	117	142	181
管理费用	1,388	1,134	1,362	1,717
财务费用	69	65	74	90
研发费用	647	607	695	838
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(94)	(88)	(101)	(120)
营业利润	4,914	1,604	2,639	3,447
加：营业外收入	4	15	8	9
减：营业外支出	6	6	6	6
利润总额	4,912	1,613	2,640	3,450
减：所得税	690	223	367	483
净利润	4,221	1,390	2,273	2,967
减：少数股东损益	(12)	9	15	19
归母公司所有者的净利润	4,234	1,381	2,259	2,948
摊薄每股收益(元)	1.58	0.51	0.84	1.10
PE（倍）	7	22	13	10

数据来源：Wind，东莞证券研究所

5. 风险提示

（1）**下游建筑业波动的风险。**浮法玻璃企业直接受下游建筑业的影响，而建筑业的发展与房地产业紧密相关，2022年国内房地产开发投资增速降低，使得浮法玻璃市场整体需求受影响。如果国内房地产开发投资增速进一步下降，将对公司产品的市场需求造成负面影响。

（2）**原材料价格波动的风险。**公司生产经营所需的主要材料为硅砂、纯碱和重油，公司存在原材料、燃料价格上升从而导致盈利能力大幅下降的风险。

（3）**投融资压力及业务拓展风险。**公司当前在建拟建玻璃类项目较多，待投资金额大，未来面临较大的资本性支出压力和新增产能释放风险。

（4）**海外业务风险。**公司将进一步加大并购整合力度，但能否通过整合实现并购目的，具有一定不确定性。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000