

研究所：
 证券分析师：戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn

从资本开支角度研判福耀玻璃的扩张周期 ——福耀玻璃（600660）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/10/11		
表现	1M	3M	12M	
福耀玻璃	18.3%	17.6%	55.9%	
沪深 300	22.0%	12.1%	6.0%	

市场数据		2024/10/11
当前价格(元)		57.84
52 周价格区间(元)		35.90-64.02
总市值(百万)		150,947.57
流通市值(百万)		115,852.73
总股本(万股)		260,974.35
流通股本(万股)		200,298.63
日均成交额(百万)		1,030.57
近一月换手(%)		1.13

相关报告

- 《福耀玻璃(600660)2024 年半年报点评:2024Q2 业绩表现强劲, 单季收入利润创历史新高(增持)*汽车零部件*戴畅》——2024-08-09
- 《福耀玻璃(600660) 2024H1 业绩快报点评: 二季度业绩表现强劲, 单季收入利润创历史新高(增持)*汽车零部件*戴畅》——2024-07-31
- 《福耀玻璃(600660)2024 年一季报点评:2024Q1 业绩表现优异, 盈利能力持续提升(增持)*汽车零部件*戴畅》——2024-04-30
- 《福耀玻璃(600660) 2023 年年报点评: 2023 年

投资要点:

- 汽玻行业单项目投入大且生产连续性要求强, 因此产能扩张需要有高确定性的需求增加支撑。汽车玻璃行业为重资产行业, 具有较高的资金壁垒, 汽车玻璃项目投资额较大。另外, 汽车玻璃原片生产连续性强(浮法玻璃炉子关停损失大), 下游需求应具备强确定性。综合考虑, 汽车玻璃行业扩产和固定资产扩张一般都较为谨慎, 公司加大固定资产投资往往与下游强确定性有关。
- 福耀玻璃历史资本开支复盘: 资本开支加速是收入增长加速的前瞻指标, 当前公司处于新一轮资本开支扩张期。2010 年以来, 福耀经历了 3 轮资本开支提速和扩张。1) 第一轮资本开支扩张(2010~2013 年): 此阶段资本开支从 10.7 亿元提升至 18.8 亿元, 营收增长表现滞后约两年, 2015 年营收达到 136 亿元。2) 第二轮资本开支扩张(2014-2018 年): 本轮资本开支从 27.9 亿元提升至 35.9 亿元, 其中 2014~2016 年增幅较大, 此阶段资本开支提升主要系筹备俄罗斯、沈阳、美国、天津生产基地, 2016 年公司营收开始放量, 后因疫情打断延迟释放至 2023 年。此轮周期中福耀收入由 2016 年的 166 亿元增长至 2023 年的 332 亿元。3) 第三轮资本开支扩张(2021-2024 年): 资本开支 2021-2022 年开始再次缓慢增加, 2023-2024 年开始明显提速(2023 年资本开支 44.7 亿元, 2024 年计划投入 81.2 亿元, 主要用于福建福清和安徽合肥项目的投入以及美国工厂的扩产)。考虑到汽玻行业重资产驱动以及生产连续性要求, 以及公司竞争对手旭硝子同期资本开支的收缩, 我们认为福耀 2023-2024 年资本性开支扩张有望驱动公司未来全球市占率提升加速, 并将在 2025-2026 年迎来收入增长的提速。
- 盈利预测和投资评级 公司收入端持续增长确定性强(主要由全球市占率+ASP+单车面积提升驱动), 利润端表现趋势向上, 但会受到汇兑损益波动、SAM 亏损波动、纯碱和天然气等原材料成本影响。当前纯碱和天然气价格处于低位, 有利于公司利润增长, 且近年来公司资本开支增加, 新产能后续投产后, 公司市占率提升速度以及公司收入增长速度有望超预期。我们上调了盈利预测, 预计公司 2024-2026 年实现营业收入 396.54/482.71/584.60 亿元, 同比增速为 20%/22%/21%; 实现归母净利润 76.97/89.00/106.53 亿元, 同比增速 37%/16%/20%; EPS 为 2.95/3.41/4.08 元, 对应当前股价

收入利润创新高，提质增效重视回报（增持）*汽车零部件*戴畅》——2024-03-18

的 PE 估值分别为 20/17/14 倍，我们看好公司持续向上趋势，维持“增持”评级。

- **风险提示** 成本波动风险；市场竞争加剧；海外客户拓展不及预期；SAM 整合进度不及预期；经济及海外政治环境不确定性风险；汇率波动风险；公司市占率提升不及预期；公司产品单车价值量提升不及预期；汽车玻璃单车使用面积提升不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33161	39654	48271	58460
增长率(%)	18	20	22	21
归母净利润（百万元）	5629	7697	8900	10653
增长率(%)	18	37	16	20
摊薄每股收益（元）	2.16	2.95	3.41	4.08
ROE(%)	18	22	22	23
P/E	17.31	19.61	16.96	14.17
P/B	3.11	4.22	3.69	3.22
P/S	2.94	3.81	3.13	2.58
EV/EBITDA	10.63	13.57	11.18	9.11

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 汽玻行业：投入大且生产连续性要求高，产能扩张需要有高确定性需求支撑	5
2、 福耀玻璃资本开支复盘：资本开支扩张领先收入扩张，公司当前处在新一轮资本扩张周期	6
3、 投资建议：新一轮资本开支下，福耀市占率提升和收入增长有望超预期	9
3.1、 福耀玻璃收入增长确定性高：市占率+ASP+单车面积提升	9
3.1.1、 福耀玻璃收入增长来源：市占率提升	9
3.1.2、 福耀玻璃收入增长来源：ASP 的提升	9
3.1.3、 福耀玻璃收入增长来源：玻璃单车面积的增长	10
3.2、 盈利预测与评级	11
4、 风险提示	11

图表目录

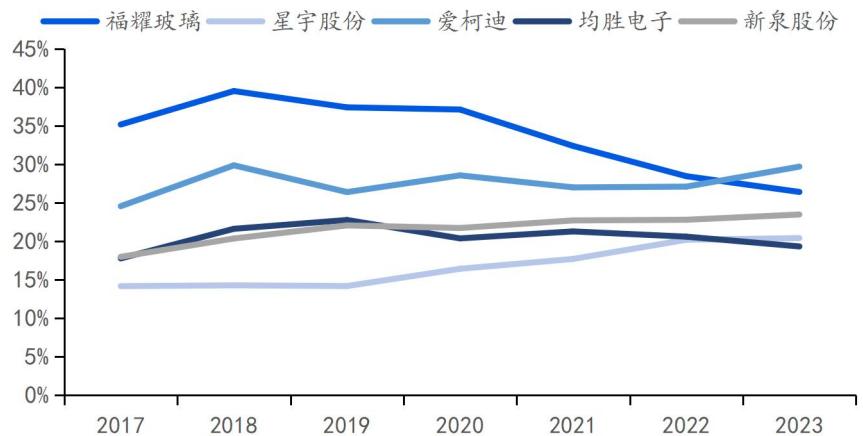
图 1: 汽车零部件企业固定资产/总资产比例	5
图 2: 汽车玻璃生产流程	6
图 3: 汽车玻璃单个项目投资额较大	6
图 4: 福耀玻璃及竞争对手重要指标变化 (亿元) (%)	8
图 5: 福耀玻璃全球市场占有率变化	9
图 6: 公司生产汽车玻璃单价变化 (元/平方米)	10
表 1: 国内单车玻璃用量 (平方米) 及各类天窗情况占比估算	10

1、汽玻行业：投入大且生产连续性要求高，产能扩张需要高确定性需求支撑

重资产属性+生产连续性高要求，汽车玻璃扩产均较为谨慎，大规模产能扩张需要需求端的确定性支撑。具体而言：

1) 汽车玻璃行业为重资产行业，具有较高的资金壁垒。通过梳理不同细分领域的汽车零部件企业的固定资产/总资产比例指标，我们发现，福耀玻璃作为汽车玻璃行业代表，2017~2023年期间固定资产/总资产比例保持在25%以上，在汽车玻璃、车灯、压铸、汽车电子和汽车内外饰等汽车产业链的龙头企业代表当中位居前列。由于汽车玻璃行业重资产的特征，资金壁垒较高，需要大量的工厂和设备投入，包括新建厂房、扩产以及购置进口高端设备等，单个项目的资金投入较大。

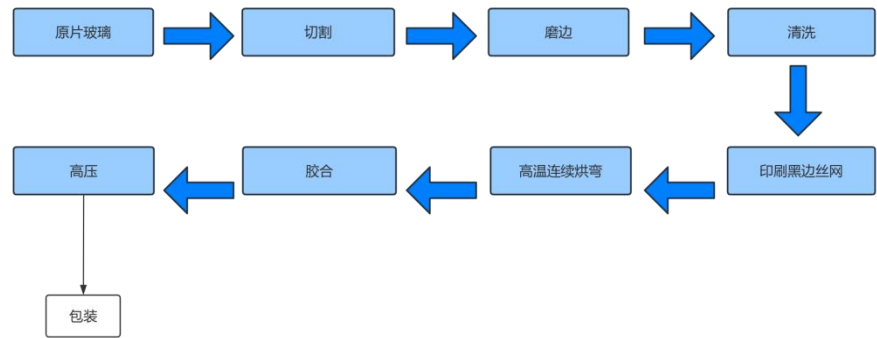
图 1：汽车零部件企业固定资产/总资产比例



资料来源：Wind，国海证券研究所

2) 汽车玻璃原片生产连续性要求高，下游需求应具备强确定性。汽车玻璃的制作流程大概包括：原片玻璃-切割-磨边-清洗-印刷黑边丝网-高温连续烘弯-胶合-高压-包装。其中玻璃原片即汽车级浮法玻璃，通过熔炼硅砂、纯碱等原料制造而成。由于浮法玻璃生产线投产后玻璃在持续产出，停炉会产生较高成本，所以停炉概率较低，要求终端要有持续而大量的销售，以避免浮法玻璃的浪费。

图 2：汽车玻璃生产流程



资料来源：蓝星车用品公众号，国海证券研究所

图 3：汽车玻璃单个项目投资额较大

福耀汽车玻璃生产基地	投产时间	计划投资额(亿元)	计划产能(万套)
广州福耀	2007	6	500
福耀俄罗斯	2014	2亿美元	200
福耀沈阳	2015	4	150
福耀美国	2016	4亿美元	300
天津福耀	2017	10	400
福耀苏州	2020	22	400
福耀福清	在建	33	400万套智能车用安全玻璃项目，作为全球最大的汽车玻璃出口基地
福耀合肥	在建	57.5 (包括浮法项目)	年产汽车配套玻璃400万套，配件玻璃400万片
福耀浮法玻璃生产基地		生产线	年产能
	福建福清	3条汽车级浮法玻璃生产线	50万吨
	内蒙古通辽	2条汽车级浮法玻璃生产线	30万吨
	重庆	2条汽车级浮法玻璃生产线	35万吨
	俄罗斯	2条汽车级浮法玻璃生产线	45万吨
	美国	2014年购买PPG工厂并投资2亿美元升级2条汽车级浮法玻璃生产线；2022年追加投资3.5亿美元投资建设一窑两线（浮法玻璃生产线）、4条太阳能背板玻璃深加工生产线、厂房及配套基础设施项目	30万吨
	合肥	汽车级浮法玻璃生产线，在建中	-

资料来源：福耀玻璃官网，福耀玻璃公众号，公司公告，福建日报，内蒙古日报，中玻网，中国政府网，广州市增城区人民政府网，中国日报，中国新闻网，国海证券研究所

2、福耀玻璃资本开支复盘：资本开支扩张领先收入扩张，公司当前处在新一轮资本扩张周期

1) 2010-2013：第一轮资本开支扩张

2010-2013年，公司本轮资本开支从10.7亿元提升至18.8亿元，此阶段资本开支提升主要系筹备郑州生产基地，项目于2013年投产，2010~2013年，公司营收由85亿元提升至115亿元，2015年达到136亿元。

2) 2014-2018：第二轮资本开支扩张（2014-2016 年资本开支增幅较大，2017-2018 维持）

2014-2018 年，本轮资本开支从 27.9 亿元提升至 35.9 亿元，其中 2014~2016 年增幅较大，此阶段资本开支提升主要系筹备俄罗斯、沈阳、美国、天津生产基地，计划产能分别为 200/150/300/400 万套。2016 年，第二轮资本开支扩张进入收获期，该年度美国工厂实现投产，俄罗斯和国内新增产能处于产能爬坡阶段。2017~2019 年，受中国车市低迷影响，国内收入下滑，此期间福耀美国运营效率持续提升，直至 2020 年受疫情影响。2021~2023 年，产能继续释放，其中福耀美国公司营收由 2021 年的 38.96 亿元提升至 2023 年的 55.70 亿元，福耀玻璃 2023 年总收入达到 331.61 亿元。

3) 2019-2020：资本开支收缩

2019-2020 年，本轮资本开支从 27.8 亿元回落至 17.7 亿元，营收由 211 亿元收缩至 199 亿元。

4) 2021-2024：第三轮资本开支扩张，2023-2024 年资本开支计划增幅更大

本轮资本开支从 2021 年 23.3 亿元提升至 2023 年 44.7 亿元，且 2024 年计划资本开支 81.2 亿元。此阶段开支提升主要系：（1）对福耀美国工厂增加投资，用于投资建设镀膜汽车玻璃和钢化夹层边窗生产线等项目以及投资建设一窑两线（浮法玻璃生产线）、4 条太阳能背板玻璃深加工生产线、厂房及配套基础设施项目；（2）筹备福清和合肥生产基地，预计在福清投资 32.5 亿元投资建设一个年产 400 万套智能车用安全玻璃项目，作为全球最大的汽车玻璃出口基地；在合肥投资 57.5 亿元，用于建设汽车玻璃和优质浮法玻璃生产线，年产汽车配套玻璃 400 万套，配件玻璃 400 万片。

此外，2020 年以来，疫情冲击下以旭硝子为代表的公司竞争对手在此期间减少资本性开支，由 2019 年的 804 亿日元下跌至 2023 年的 247 亿日元。由于汽车玻璃行业市场份额提升需要依靠新产能支撑，我们认为公司海外竞争对手或对夺取更多市场份额信心不足，意味着公司有更大的可能性凭借扩产提升全球市场份额。

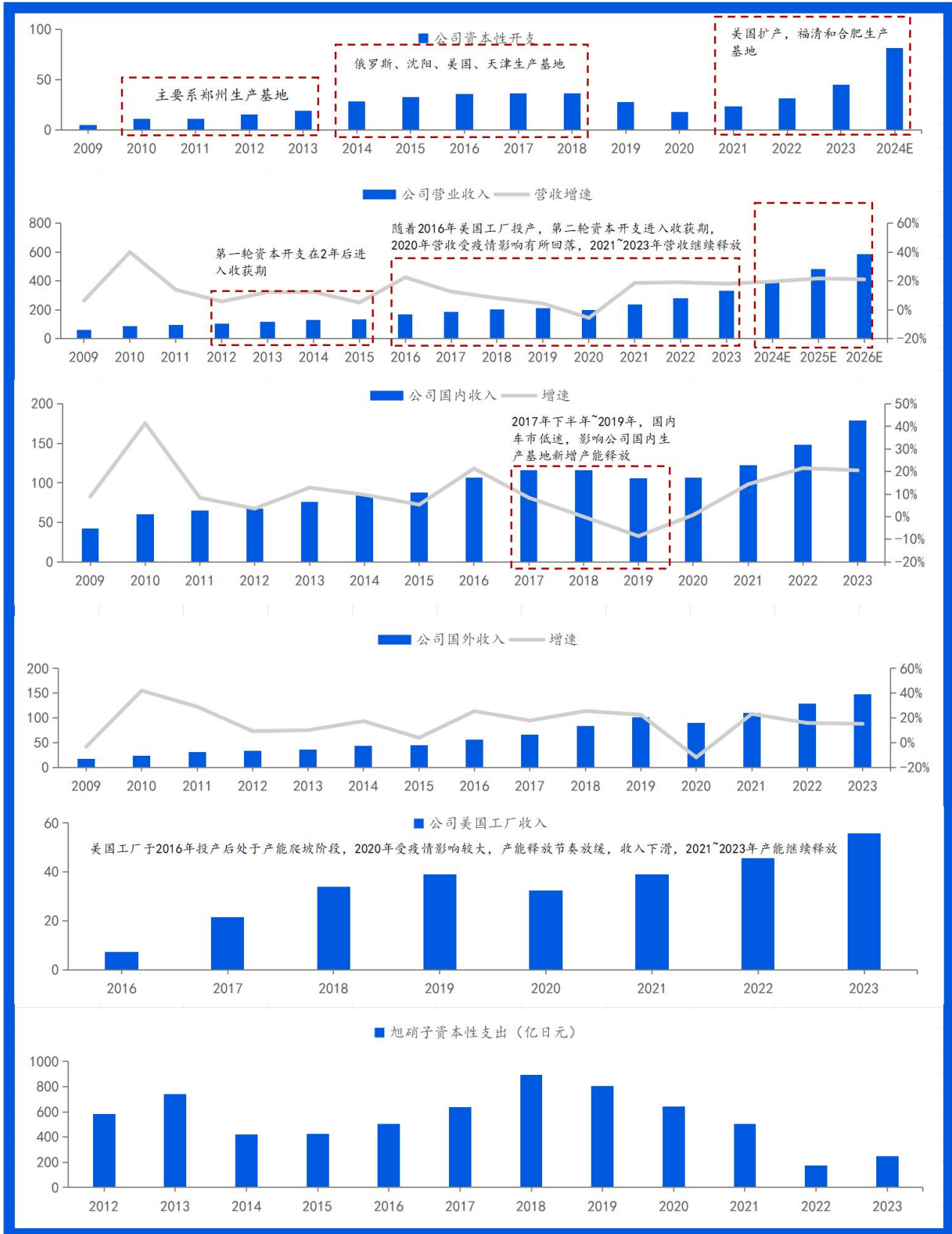
复盘公司 2010 年以来历轮资本开支扩张历程可以得出：

1) 公司历史上资本开支扩张后大概率进入收入扩张周期，且收入扩张一般落后资本开支扩张 2-3 年。第一轮资本开支为 2010~2013 年，资本开支从 10.7 亿元提升至 18.8 亿元，营收增长表现约滞后两年，2015 年营收达到 136 亿元；2014-2018 年是第二轮资本开支扩张，资本开支从 27.9 亿元提升至 35.9 亿元，2016 年开始迎来收获期，由于 2017-2019 年期间受国内车市低迷和后续疫情影响，本轮资本开支新增产能释放的节奏延缓至 2023 年。这一轮扩张周期中，公司收入由 2016 年的 166 亿元增长至 2023 年的 332 亿元。

2) 福耀 2021-2024 年的新一轮大幅资本开支扩张在 2023 年已经开始进入收获期，2025-2026 年收入增长有望进一步放量。2021-2023 年，公司再次进入资

本开支扩张阶段，收入端从 236 亿元提升至 332 亿元。2024 年公司预计支出资本性支出 81.2 亿元（进一步大幅增加），我们预计公司 2025-2026 年收入有望进一步放量。

图 4：福耀玻璃及竞争对手重要指标变化（亿元）（%）



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

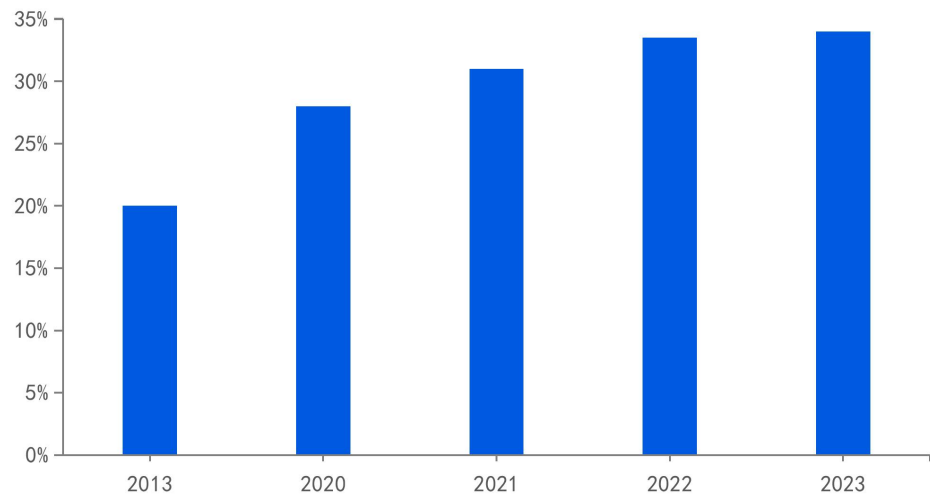
3、投资建议：新一轮资本开支下，福耀市占率提升和收入增长有望超预期

3.1、福耀玻璃收入增长确定性高：市占率+ASP+单车面积提升

3.1.1、福耀玻璃收入增长来源：市占率提升

福耀玻璃远期全球市占率仍有提升空间。2021~2023年，公司全球市占率持续提升，福耀玻璃2022年全球市占率达到33.5%，2023年约为34%。其中福耀北美经营效率提升，美国工厂收入与盈利能力共振向上。同时海外竞争对手加速退出，由于汽玻行业市场份额提升需要依靠新产能支撑，且汽玻行业扩产所需的固定资产投入较大导致对下游需求确定性要求较高，因此考虑到海外竞争对手资本开支的减少和公司在本轮资本开支扩张周期中的高投入，我们认为本轮资本性开支扩张后，公司市占率的提升可能超预期。

图5：福耀玻璃全球市场占有率变化

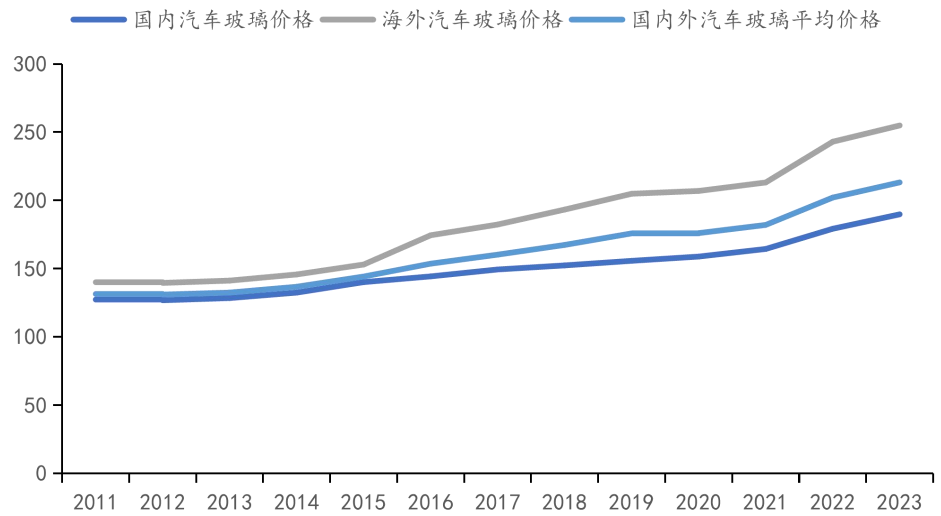


资料来源：Wind，长江商报，国海证券研究所

3.1.2、福耀玻璃收入增长来源：ASP的提升

汽车玻璃配置整体升级，高附加值产品占比提升，每平方米单价显著上涨。汽车新四化的发展使得越来越多的新技术集成到汽车玻璃中，对汽车玻璃提出新的要求，同时也为汽车玻璃行业的发展提供了新的机遇，其中智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃等高附加值产品在公司收入占比中不断提升。2023年，公司汽车玻璃价格已提升至213.2元每平方米，同比+5.94%，主要来自智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃等高附加值产品占比提升，2023年全年高附加值产品占比同比提升9.54pct。

图 6：公司生产汽车玻璃单价变化（元/平方米）



资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

3.1.3、福耀玻璃收入增长来源：玻璃单车面积的增长

SUV 市占率提升+天幕玻璃占比提升带动汽车玻璃单车用量增加。汽车玻璃单车用量一直在缓慢增加，主要因为：

1) 同样级别一般 SUV 汽车玻璃用量比轿车大，且 SUV 占比在提升。与轿车相比，SUV 的汽车玻璃用量更大，截至 2024 年上半年，SUV 在乘用车市场份额仍在持续提升，带动单车汽车玻璃用量提升。

2) 汽车车顶形态在不断从封闭车顶→小天窗→全景天窗→天幕升级。相比于传统无天窗/小天窗/全景天窗而言，天幕玻璃尺寸更大。从玻璃用量来说，天幕玻璃大幅提升单车玻璃用量，一般小天窗玻璃用量 0.2 平方米，全景天窗 0.5-0.9 平方米，而天幕玻璃普遍达到 1.3-1.4 平方米，我们预计 2019 年-2023 年单车玻璃面积从 4.0 平方米左右提升至 4.2 平方米左右。

表 1：国内单车玻璃用量（平方米）及各类天窗情况占比估算

	2019	2020	2021	2022	2023
单车玻璃用量	3.97	3.99	4.03	4.08	4.13
其中：无天窗	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
无天窗占比	32%	30%	26%	25%	22%
小天窗	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
小天窗占比	35%	34%	34%	31%	30%
全景天窗	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
全景天窗占比	33%	36%	40%	42%	40%
天幕			5	5	5
天幕占比	0%	0%	0%	2.50%	8.00%

资料来源：上游新闻，汽车之家，国海证券研究所

3.2、盈利预测与评级

公司收入端持续增长确定性强（主要由全球市占率+ASP+单车面积提升驱动），利润端表现趋势向上，但会受到汇兑损益波动、SAM 亏损波动、纯碱和天然气等原材料成本影响。当前纯碱和天然气价格处于低位，有利于公司利润增长，且近年来公司资本开支增加，新产能有望于 2025 年后投产，公司市占率提升速度有望超预期。我们上调了盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 396.54/482.71/584.60 亿元，同比增速为 20%/22%/21%；实现归母净利润 76.97/89.00/106.53 亿元，同比增速 37%/16%/20%；EPS 为 2.95/3.41/4.08 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 20/17/14 倍，我们看好公司持续向上趋势，维持“增持”评级。

4、风险提示

1) 成本波动风险；

公司汽车玻璃成本构成主要为浮法玻璃原料、PVB 原料、人工、电力及制造费用，而浮法玻璃成本主要为纯碱原料、天然气燃料、人工、电力及制造费用。受国际大宗商品价格波动、天然气市场供求关系变化、纯碱行业的产能变动及玻璃和氧化铝工业景气度对纯碱需求的变动、人工成本的不断上涨等影响。

2) 市场竞争加剧；

市场竞争的加剧，可能会导致公司部分产品的售价下降或需求下跌，如果公司的竞争对手成功降低其产品成本，或推出新玻璃产品或可替代玻璃的材料，则公司的销售及利润率可能会受到不利影响。

3) 海外客户拓展不及预期；

全球经济形势变动和地缘政治局势的不稳定性可能导致公司海外客户拓展不及预期。

4) SAM 整合进度不及预期；

由于子公司 FYSAM 饰件未来形势和业务量存在不确定性，且海外整合存在难度，存在 SAM 整合进度不及预期风险。

5) 经济及海外政治环境不确定性风险；

公司一半左右的收入源自于中国的业务，一半左右源于海外业务。因此，公司的经营业绩、财务状况及前景受到经济、政治、政策、法律变动、战争等影响。中国经济处于转型升级阶段，公司于中国的业务也可能受到影响，此外，地缘政治冲突、战争等也将加大加深对经济及行业的影响。

6) 汇率波动风险；

公司海外销售业务占一半左右，且规模逐年增大，若汇率出现较大幅度的波动，将给公司业绩带来影响。

7) 公司市占率提升不及预期；

公司用户拓展进程较慢、行业竞争加剧可能导致公司市占率提升不及预期。

8) 公司产品单车价值量提升不及预期；

公司高附加值产品营收占比低于预期，导致公司产品单车价值量提升较慢。

9) 汽车玻璃单车使用面积提升不及预期。

全景天窗、天幕等产品销量较低导致汽车玻璃单车使用面积提升不及预期。

附表：福耀玻璃盈利预测表

证券代码：	600660				股价：	57.84				投资评级：	增持				日期：	2024/10/11			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	18%	22%	22%	23%	EPS	2.16	2.95	3.41	4.08										
毛利率	35%	37%	38%	38%	BVPS	12.04	13.71	15.66	17.98										
期间费率	10%	10%	11%	11%	估值														
销售净利率	17%	19%	18%	18%	P/E	17.31	19.61	16.96	14.17										
成长能力					P/B	3.11	4.22	3.69	3.22										
收入增长率	18%	20%	22%	21%	P/S	2.94	3.81	3.13	2.58										
利润增长率	18%	37%	16%	20%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.62	0.66	0.71	0.76	营业收入	33161	39654	48271	58460										
应收账款周转率	5.35	5.47	5.90	5.89	营业成本	21424	24834	30144	36519										
存货周转率	4.06	4.01	3.74	3.70	营业税金及附加	240	278	338	409										
偿债能力					销售费用	1539	1705	2076	2514										
资产负债率	45%	44%	43%	43%	管理费用	2486	2895	3524	4268										
流动比	2.22	1.95	1.99	2.13	财务费用	-687	-646	-246	-196										
速动比	1.82	1.51	1.53	1.64	其他费用/（-收入）	1403	1705	2076	2514										
					营业利润	6791	9171	10486	12548										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-75	-120	-20	-20										
现金及现金等价物	18524	17786	20545	26034	利润总额	6716	9051	10466	12528										
应收款项	7496	7710	9520	11692	所得税费用	1087	1358	1570	1879										
存货净额	5144	7243	8876	10854	净利润	5629	7693	8896	10649										
其他流动资产	2373	2486	3042	3683	少数股东损益	0	-4	-4	-4										
流动资产合计	33536	35225	41982	52263	归属于母公司净利润	5629	7697	8900	10653										
固定资产	14955	16331	17436	17916															
在建工程	4766	8853	8682	6946	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	3191	3490	3877	4383	经营活动现金流	7625	10110	11334	13054										
长期股权投资	182	182	182	182	净利润	5629	7697	8900	10653										
资产总计	56630	64080	72159	81689	少数股东损益	0	-4	-4	-4										
短期借款	5414	5414	5414	5414	折旧摊销	2522	2568	2856	3106										
应付款项	5523	5657	7034	8724	公允价值变动	2	0	0	0										
合同负债	979	1309	1545	1754	营运资金变动	-807	-942	-1016	-1310										
其他流动负债	3187	5725	7095	8676	投资活动现金流	-4449	-8115	-4221	-2411										
流动负债合计	15103	18104	21087	24568	资本支出	-4382	-8270	-3940	-2010										
长期借款及应付债券	8513	8513	8513	8513	长期投资	10	-111	-221	-331										
其他长期负债	1603	1707	1707	1707	其他	-76	266	-60	-70										
长期负债合计	10116	10220	10220	10220	筹资活动现金流	-2280	-2790	-4354	-5154										
负债合计	25219	28324	31306	34787	债务融资	1624	1193	0	0										
股本	2610	2610	2610	2610	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	31411	35756	40852	46901	其它	-3904	-3983	-4354	-5154										
负债和股东权益总计	56630	64080	72159	81689	现金净增加额	1113	-739	2758	5488										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

吴铭杰，汽车行业分析师，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

王球，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。