

买入 (维持)

## 福耀玻璃 (600660)

产品结构改善叠加成本下行, 盈利能力预计向上修复

2023年06月16日

## 市场数据

市场数据日期 2023-06-15

收盘价(元) 34.36

总股本(百万股) 2609.74

流通股本(百万股) 2609.74

净资产(百万元) 29807.2

总资产(百万元) 53702.25

每股净资产(元) 11.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证汽车 戴畅团队】福耀玻璃 2023Q1 财报点评: 2023Q1 业绩超市场预期, 毛利率环比改善》2023-04-28

《【兴证汽车 戴畅团队】福耀玻璃 2022 年财报点评: 收入表现超预期, 产品结构持续改善》2023-03-27

《【兴证汽车】福耀玻璃 2022Q3 财报点评: 2022Q3 收入超预期, 毛利率环比改善》2022-10-23

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

## 投资要点

- 产品结构: 高附加值产品占比与汽玻 ASP 提升加速, 产品结构持续改善。** 电动智能化催生玻璃升级趋势明确, 伴随天幕玻璃、HUD、镀膜隔热等高附加值产品放量, 公司高附加值产品占比提升幅度呈现明显加速趋势, 同时带动公司汽玻 ASP 持续上行, 2022 年公司汽玻 ASP 提升幅度达 11.5%, 相较之前汽玻 ASP 提升速度明显提速。
- 成本端: 纯碱、天然气、运费等成本端进入下行区间。** 福耀垂直一体化产业链整合, 浮法玻璃高度自制, 当前纯碱占比约 6%, 天然气成本占比约 11%。2021-2022 年纯碱、天然气等原材料成本大幅上涨, 公共卫生事件冲击海运费价格高涨, 福耀成本端受到显著压力。2023Q1 以来天然气价格快速回落, 海运费价格持续走低, 2023 年 5 月纯碱价格快速下行, 福耀成本端将有望进入下行区间。经测算, 悲观/中性/乐观假设下, 纯碱, 天然气, 海运费三项成本变动, 合计对成本端影响分别为 -3.3pct/-6.9pct/-8.4pct。
- 汽玻份额: 海外对手加速退出, 福耀汽玻全球份额有望持续提升, 远期全球市占率仍有提升空间。** 海外对手加速退出, 福耀海外份额预计提升。近年来海外汽玻竞争对手受成本端影响盈利能力下滑, 全球公共卫生事件冲击下海外对手退出趋势加速。板硝子年报披露玻璃 CAPEX 减少, 伴随海外对手逐步让出份额, 福耀未来海外市场份额扩张有望提速, 福耀全球市占率持续提升。展望远期, 假设未来中国/美国/欧洲/其他国家和地区, 福耀玻璃远期市占率分别达到 75%/30%/30%/20%, 经测算, 远期公司全球市占率有望达到 41%。相较 2022 年全球市占率 33.5%, 仍有向上提升空间。
- 估值: 接近天幕前估值水平, 预计后续伴随盈利改善有望回升。** 展望 2023H2, 公司当前 PE-TTM 估值基本回落至 2020 年初天幕玻璃兑现前估值水平, 预计向下空间有限。展望天幕等汽玻升级趋势加速, 高附加值产品占比提升, 原材料价格回落带动盈利能力改善, 公司未来经营性利润增速预计有望向上, 估值水平有望回升。
- 投资建议: 产品结构改善叠加成本下行, 盈利能力向上修复。** 当前汽玻升级趋势明确, 产品结构持续改善+原材料成本进入下行周期, SAM 后续有望减亏, 公司盈利能力具备向上弹性。海外对手加速退出, 福耀海外扩产, 长期看福耀全球市占率仍有提升空间。维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 50.84/64.81/80.28 亿元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 天幕渗透率低于预期, 全球汽车市场景气度下降; 原材料价格大幅上涨; 海运费价格大幅上涨。**

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28099	33338	39350	46329
同比增长	19.0%	18.6%	18.0%	17.7%
归母净利润(百万元)	4756	5084	6481	8028
同比增长	51.2%	6.9%	27.5%	23.9%
毛利率	34.0%	37.1%	38.5%	39.0%
ROE	16.4%	16.6%	17.5%	17.8%
每股收益(元)	1.82	1.95	2.48	3.08
市盈率	18.4	17.2	13.5	10.9

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

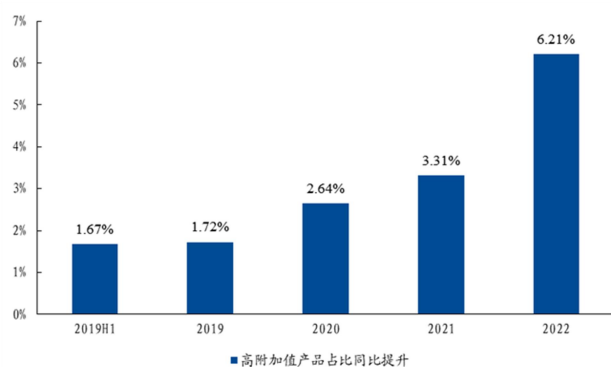
### 报告正文

**当前市场对福耀玻璃的看法：**天幕玻璃对公司盈利端弹性体现不明显，成本端对盈利弹性有限，长期来看，公司成长空间有限。

**有别于市场对福耀玻璃的认知：**过去天幕等产品结构改善在收入和 ASP 已经充分证明，利润端过去主要受原材料，海运费涨价等成本端因素压制以及 SAM 的亏损扩大，导致玻璃升级对盈利弹性没有在利润端体现。展望后续，产品结构持续改善+原材料成本进入下行周期，SAM 后续有望减亏，公司盈利能力具备向上弹性。海外对手加速退出，福耀海外扩产，长期看福耀全球市占率仍有提升空间。

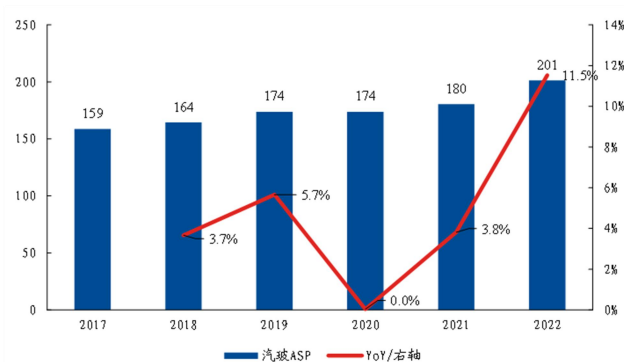
**1、产品结构：高附加值产品占比与汽玻 ASP 提升加速，产品结构持续改善。**电动智能化催生玻璃升级趋势明确，伴随天幕玻璃、HUD、镀膜隔热等高附加值产品放量，公司高附加值产品占比提升幅度呈现明显加速趋势，同时带动公司汽玻 ASP 持续上行，2022 年公司汽玻 ASP 提升幅度达 11.5%，相较之前汽玻 ASP 提升速度明显提速。

图 1、福耀玻璃高附加值产品占比同比提升幅度



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、福耀玻璃汽玻 ASP 及同比（单位：元/平方米）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**智能网联催生玻璃通信功能叠加，汽玻升级有望延续。**汽玻升级除了聚焦于“光”的领域，即镀膜、调光、隔热等方面，在“电”的领域（无线网联通信等）的升级趋势。伴随智能网联化带来功能要求和复杂度提升，无线系统在车上的应用越来越广泛和复杂，玻璃作为天线基材，在整车上进行功能的协同、位置的复用，玻璃天线设计解决方案将有望带来无线通信技术创新，进而进一步提升汽玻单车价值量。

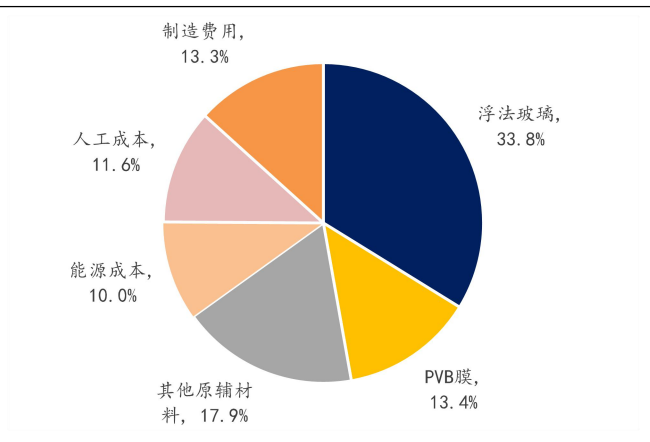
图 3、福耀玻璃隐藏式天线解决方案



资料来源：汽车电子，兴业证券经济与金融研究院整理

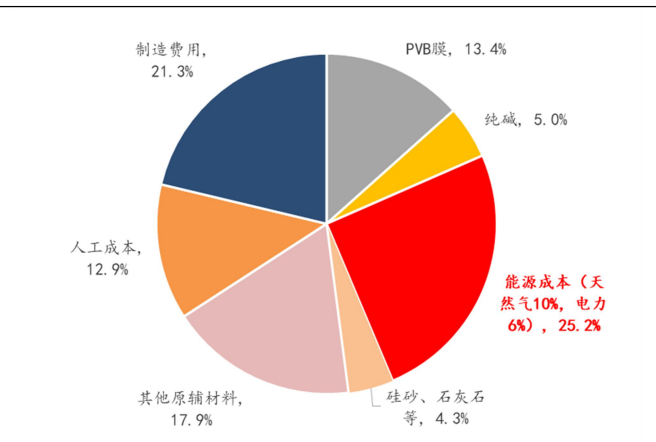
**2、成本端：纯碱、天然气、运费等成本端进入下行区间。**根据公司 2015 年披露港股招股说明书相关资料，福耀垂直一体化产业链整合，浮法玻璃高度自制，折合浮法成本后汽玻综合成本占比，其中纯碱占比 5%，天然气成本占比 10%。2021-2022 年纯碱、天然气等原材料成本大幅上涨，叠加公共卫生事件冲击海运费价格高涨，福耀成本端受到显著压力。2023Q1 以来天然气价格快速回落，海运费价格持续走低，2023 年 5 月纯碱价格快速下行，展望后续，福耀成本端将有望进入下行区间。

图 4、福耀汽车玻璃成本结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

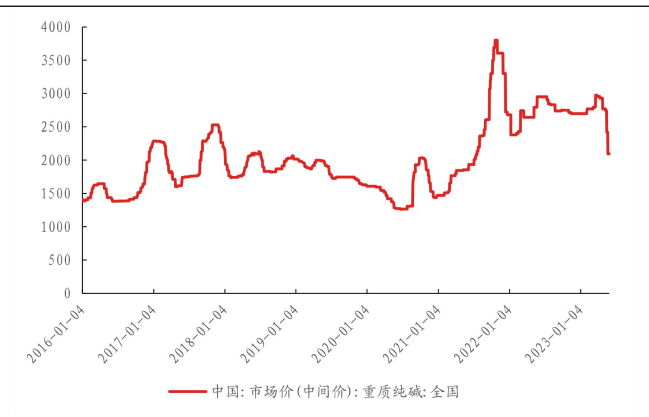
图 5、垂直一体化整合后福耀玻璃成本结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

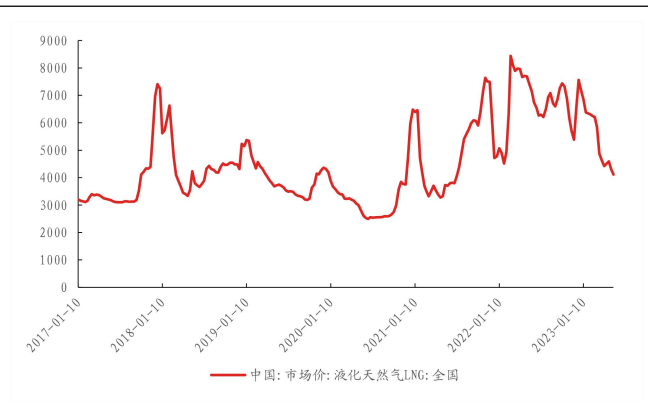
注：由于福耀汽车玻璃的原材料浮法玻璃高度自制，根据公司 2015 年港股招股书披露相关资料，将浮法成本结构折算到汽车玻璃成本结构之中，得到福耀玻璃垂直一体化整合后综合成本拆分。考虑近年来纯碱、天然气等成本上涨，预计纯碱、天然气最新成本占比将高于此前披露。后续假设纯碱成本占比 6%，天然气成本占比 11%，以此作为当前成本占比测算的基准。

图 6、重质纯碱市场中间价走势（单位：元/吨）



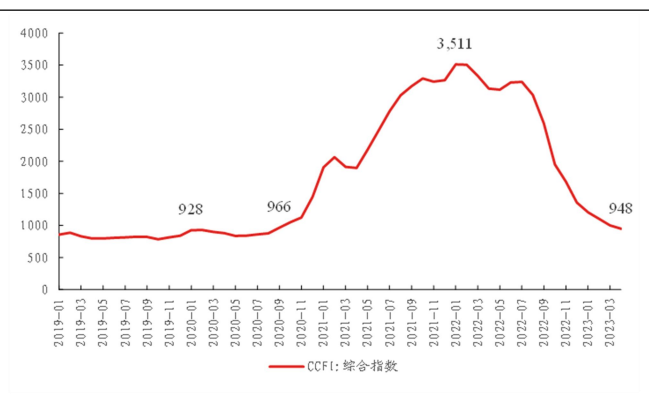
资料来源：中国氯碱网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、液化天然气价格走势（单位：元/吨）



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、中国出口集装箱运价指数（CCFI）



资料来源：交通部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、海运费、能源、纯碱涨价及对毛利率同比影响（单位：亿元）

2021年	同比涨价	对毛利率同比影响
海运费	2.31	-0.98%
纯碱	1.07	-0.45%
<b>合计</b>	<b>3.38</b>	<b>-1.43%</b>
2022年	同比涨价	对毛利率同比影响
能源	4.15	-1.48%
纯碱	1.84	-0.65%
<b>合计</b>	<b>5.99</b>	<b>-2.13%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **纯碱价格波动对福耀玻璃成本端弹性测算：**

考虑福耀玻璃纯碱库存周期一般 2-3 个月左右，因此测算当季度用碱成本采用上季度纯碱均价测算相对合理。假设当前公司纯碱成本占比 6%，假设悲观/中性/乐观预期下，2023 年公司平均用碱成本相较 2022 年分别下降 6%/-28%/-38%，推算公司纯碱对成本端影响。经测算，悲观/中性/乐观假设下，对成本端影响分别为-0.4pct/-1.7pct/-2.3pct。

表 1、纯碱价格波动对福耀成本端影响测算（单位：元/吨）

	2022	2023E		
		悲观	中性	乐观
纯碱价格区间	202110-202209	202210-202305	20230531	假设值
福耀玻璃用碱成本均价	2,904	2,734	2,093	1,800
纯碱成本变动	53%	-6%	-28%	-38%
纯碱成本占比	6%			
纯碱对成本端影响		-0.4pct	-1.7pct	-2.3pct

资料来源：中国氯碱网，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 天然气价格波动对福耀玻璃成本端弹性测算：

公司国内天然气主要为管道气，海外美国工厂天然气主要为 LNG 天然气，天然气价格随市价适时调整，管道气波动价格波动小于 LNG。假设公司原材料成本中天然气成本占比 11%，悲观/中性/乐观假设下，2023 年天然气成本相较 2022 年分别-7%/-27%/-34%，对应天然气成本波动对成本端影响。经测算，悲观/中性/乐观假设下，对成本成本端影响分别为-0.8pct/-2.9pct/-3.7pct。

表 2、天然气价格波动对纯碱成本端影响（单位：元/吨）

	2022	2023E		
		悲观	中性	乐观
天然气价格区间	202201-202212	202301-202305	202305	假设值
福耀玻璃天然气成本均价	6,776	6,279	4,969	4,500
2023相较2022天然气成本变动		-7%	-27%	-34%
天然气成本占比	11%			
天然气对成本端影响		-0.8pct	-2.9pct	-3.7pct

资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

注：由于管道气波动小于 LNG 价格波动，悲观/中性测算时乘折算系数 1.2（假设值）

➤ 海运费价格波动对福耀玻璃成本端弹性测算：

结合公司 2021/2022 年披露运费及仓储费占成本比例分别为 6%/5.9%，其中运费大部分为海运费。假设海运费占运费及仓储费比例 60%，测算 2022 年海运费占成本比例 3.5%。悲观/中性/乐观假设下 2023 年相较 2022 年海运费分别-62%/-66%/-70%，对应悲观/中性/乐观假设下，成本端分别-2.2pct/-2.3pct/-2.4pct。

表 3、福耀玻璃运费及仓储费占营业成本比例（单位：亿元）

	2021	2022
运费及仓储费	9.10	10.85
营业成本	151.29	185.35
运费及仓储费占成本比例	6.0%	5.9%
海运费占总运费比例假设	60%	
海运费占成本比例	3.6%	3.5%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、海运费价格波动对成本端影响

	2022	2023E		
		悲观	中性	乐观
海运费指数区间	202201-202212	202301-202304	202304	假设值
福耀玻璃海运费均价指数	2,807	1,065	948	850
2023相较2022海运费变动		-62%	-66%	-70%
海运费成本占比	3.5%			
海运费对成本端影响		-2.2pct	-2.3pct	-2.4pct

资料来源：CCFI，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，经测算，悲观/中性/乐观假设下，纯碱，天然气，海运费三项成本变动，合计对成本端影响分别为-3.3pct/-6.9pct-8.4pct。

表 5、纯碱、天然气、海运费对福耀玻璃成本端影响测算

	2023E		
	悲观	中性	乐观
2023相较2022纯碱成本变动	-6%	-28%	-38%
纯碱对成本端影响	-0.4pct	-1.7pct	-2.3pct
2023相较2022天然气成本变动	-7%	-27%	-34%
天然气对成本端影响	-0.8pct	-2.9pct	-3.7pct
2023相较2022海运费变动	-62%	-66%	-70%
海运费对成本端影响	-2.2pct	-2.3pct	-2.4pct
三项对成本端影响小计	-3.3pct	-6.9pct	-8.4pct

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理测算

### 3、汽玻份额：海外对手加速退出，福耀汽玻全球份额有望持续提升。

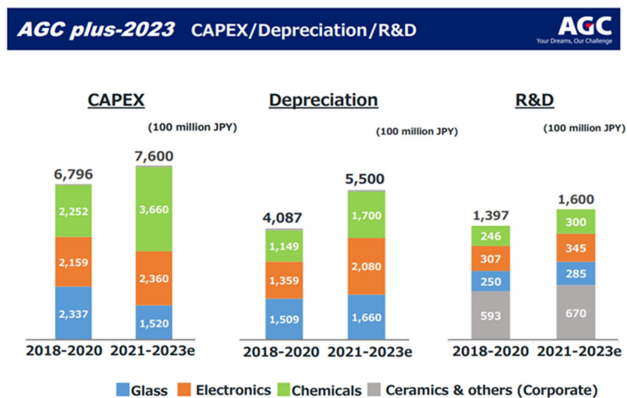
海外对手加速退出，福耀海外份额预计提升。近年来海外汽玻竞争对手受成本端影响盈利能力下滑，全球公共卫生事件冲击下海外对手退出趋势加速。板硝子年报披露后续玻璃 CAPEX 预计减少，伴随海外对手逐步让出份额，福耀未来海外市场份额扩张有望提速。

表 6、福耀海外对手退出情况梳理

时间	福耀欧洲竞争对手	事件
2020年10月	旭硝子	AGC计划关闭法国Boussois浮法工厂，将导致220名员工中90人失业。
2021年3月	旭硝子年报	玻璃业务减少固定成本投入，包括关闭欧洲的玻璃炉裁员以提高集团盈利
2020年6月	圣戈班	最迟在明年年中关闭曼海姆太阳能玻璃（铸玻璃）生产基地以及该工厂的改造。关闭主要原因是该位置无法有效运营并且缺乏客户要求和订单。
2020年9月	圣戈班	由于组织原因以及其玻璃生产炉已达到使用寿命的事实，它打算关闭其位于 L'Arboç（加泰罗尼亚）市的玻璃工厂
2021年3月	板硝子年报	将继续实施处置非核心资产和提高营运资金效率的计划，集团将优先考虑资本支出，将重点放在具有战略重要性和紧迫的项目上，酌情暂停其他项目的开支
2021年4月	板硝子	将于2021年底关闭其位于英国圣海伦斯的 Alexandra Works建筑玻璃工厂
2022年3月	板硝子年报	通过引进高效设备，减少生产线，从而降低生产成本

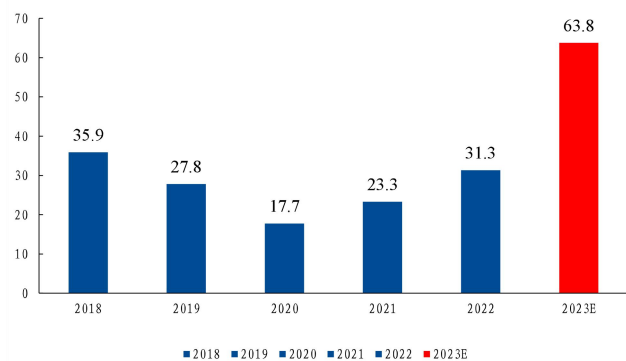
资料来源：公司年报，glassglobal，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2021-2023E 旭硝子玻璃业务 CAPEX 减少 (单位：十亿日元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

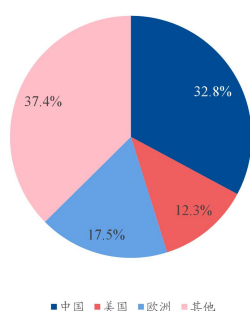
图 11、福耀玻璃历年 CAPEX (单位：亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

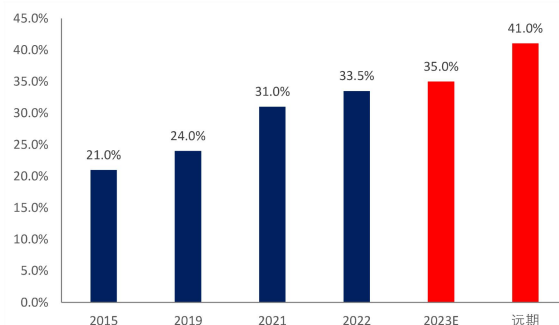
**福耀远期全球市占率仍有提升空间。**伴随近几年海外对手加速退出，福耀全球市占率持续提升。展望远期，假设未来中国/美国/欧洲/其他国家和地区，福耀玻璃远期市占率分别达到 75%/30%/30%/20%，经测算，福耀玻璃远期全球市占率有望达到 41%。相较 2022 年全球市占率 33.5%，仍有向上提升空间。

图 12、全球乘用车分地区产量占比



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、福耀全球市占率展望



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

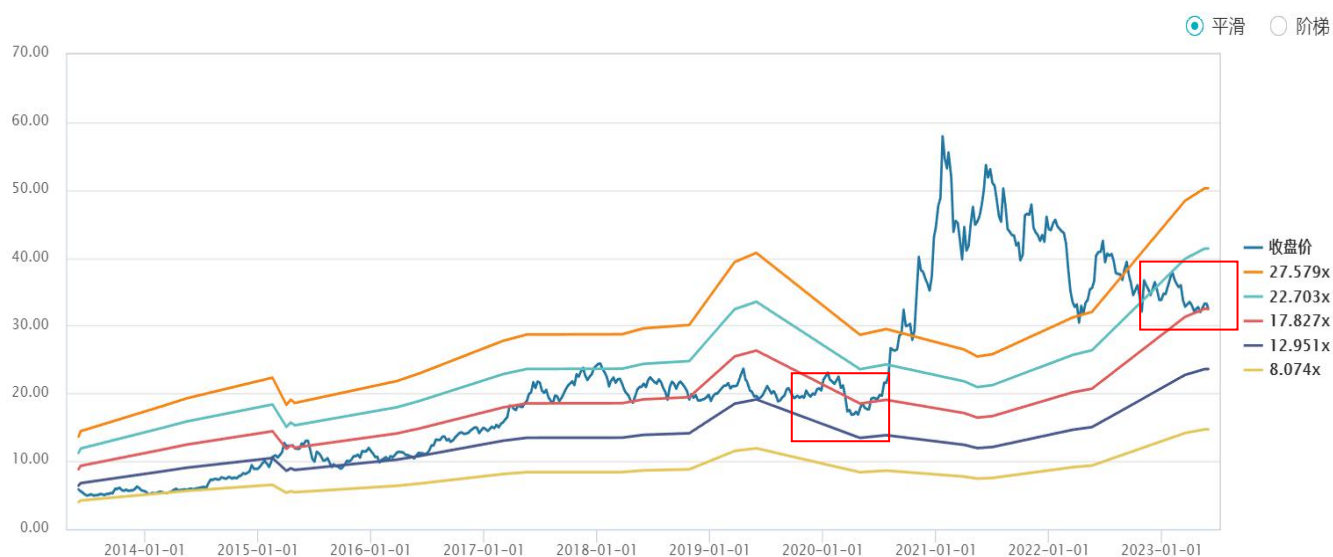
#### 4、估值：接近天幕前估值水平，预计后续伴随盈利改善有望回升

回顾福耀过去历史估值，大致可分为以下几个阶段：

- **2011-2017H1**：汽车玻璃缓慢升级，业务相对单一，玻璃行业变化较少，业绩增长主要来自于福耀国内及海外市占率的快速提升，净利润增速稳健，利润波动性较小。2011-2016 年归母净利润年复合增速 15.8%，PE 区间维持在 10-15 倍之间震荡，PEG<1，股价上涨主要来自于业绩兑现。
- **2017H2-2018**：核心资产牛市，叠加公司国际化进程初见成效，美国工厂扭亏为盈，打开福耀新成长空间，此阶段公司 PE 估值提升至 16-26 倍区间，扣非后净利润无增长，PEG>1，股价上涨主要来自于估值提升。
- **2019-2020H1**：国内外车市景气度下行，行业增速下行，收购 SAM 饰条业务整合拖累整体盈利水平。2020 年年初叠加全球公共卫生事件冲击，公司盈利及估值受到压制。
- **2020H2-2021H1**：2020Q3 以来国内及海外需求向好，重资产高经营杠杆带来业绩超预期，公司盈利预期上修，叠加天幕玻璃等汽车玻璃升级趋势逐渐被市场认可，此阶段股价上涨主要来自盈利预期上修及估值快速提升。
- **2021H2-2023H1**：受纯碱、天然气等原材料价格以及海运费价格大幅上涨，成本端承压。叠加欧洲车市景气度下降带来 SAM 盈利能力下行，天幕玻璃等玻璃升级兑现在收入及 ASP 快速提升，但并未兑现在净利润层面，公司 PE 估值下行。
- **展望 2023H2**：公司当前 PE-TTM 估值基本回落至 2020 年初天幕玻璃兑现阶段前估值水平，预计向下空间有限。展望天幕等汽玻升级趋势加速，高附加值产品占比提升，原材料价格回落带动盈利能力改善，公司未来经营性利润增速预计有望向上，估值水平有望回升。



图 14、福耀 PE 估值变化



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**5、投资建议：产品结构改善叠加成本下行，盈利能力向上修复。**当前汽玻升级趋势明确，产品结构持续改善+原材料成本进入下行周期，SAM后续有望减亏，公司盈利能力具备向上弹性。海外对手加速退出，福耀海外扩产，长期看福耀全球市占率仍有提升空间。维持此前盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为50.84/64.81/80.28亿元，维持“买入”评级。

#### 6、风险提示：

- 天幕渗透率低于预期；
- 全球汽车市场景气度下降；
- 原材料价格大幅上涨；
- 海运费价格大幅上涨。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	29678	33682	43776	54903
货币资金	17020	19481	27307	35759
交易性金融资产	7	56	31	36
应收票据及应收账款	5462	6336	7498	8850
预付款项	236	328	362	412
存货	5403	5965	6946	8107
其他	1550	1517	1632	1740
<b>非流动资产</b>	21090	19127	17078	14998
长期股权投资	250	236	239	240
固定资产	14446	12803	11079	9354
在建工程	3133	3133	3133	3133
无形资产	1245	1158	1077	998
商誉	155	155	155	155
长期待摊费用	484	237	-27	-291
其他	1375	1405	1421	1408
<b>资产总计</b>	50767	52809	60854	69901
<b>流动负债</b>	17360	16963	18189	18739
短期借款	6077	6445	6621	6247
应付票据及应付账款	4154	4487	5236	6128
其他	7130	6030	6333	6365
<b>非流动负债</b>	4419	5303	5598	6043
长期借款	3007	3266	3670	4165
其他	1412	2036	1928	1878
<b>负债合计</b>	21779	22265	23787	24783
股本	2610	2610	2610	2610
资本公积	9701	9701	9701	9701
未分配利润	12990	14384	20325	27680
少数股东权益	-15	-15	-15	-15
<b>股东权益合计</b>	28988	30544	37067	45118
<b>负债及权益合计</b>	50767	52809	60854	69901

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	4756	5084	6481	8028
折旧和摊销	2222	2051	2054	2048
资产减值准备	140	-87	17	21
资产处置损失	128	0	0	0
公允价值变动损失	2	10	30	50
财务费用	-623	200	200	200
投资损失	-5	-5	-5	-5
少数股东损益	-3	0	0	0
营运资金的变动	-812	-1693	-1020	-1436
<b>经营活动产生现金流量</b>	5893	5486	7776	8909
<b>投资活动产生现金流量</b>	-7656	-310	-254	-303
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1236	-2715	303	-154
现金净变动	-2087	2461	7826	8452
现金的期初余额	14325	17020	19481	27307
现金的期末余额	12238	19481	27307	35759

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	28099	33338	39350	46329
营业成本	18535	20976	24200	28261
税金及附加	225	267	316	372
销售费用	1351	1567	1849	2177
管理费用	2143	2667	3148	3706
研发费用	1249	1400	1653	1946
财务费用	-1011	200	200	200
其他收益	215	150	150	150
投资收益	-8	5	5	5
公允价值变动收益	-2	-10	-30	-50
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-140	-180	-150	-100
资产处置收益	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	5661	6226	7959	9672
营业外收入	81	80	30	80
营业外支出	163	180	180	80
<b>利润总额</b>	5579	6126	7809	9672
所得税	826	1041	1328	1644
<b>净利润</b>	4753	5084	6481	8028
少数股东损益	-3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	4756	5084	6481	8028
<b>EPS(元)</b>	1.82	1.95	2.48	3.08

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	19.0%	18.6%	18.0%	17.7%
营业利润增长率	50.5%	10.0%	27.8%	21.5%
归母净利润增长率	51.2%	6.9%	27.5%	23.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.0%	37.1%	38.5%	39.0%
归母净利率	16.9%	15.3%	16.5%	17.3%
ROE	16.4%	16.6%	17.5%	17.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.9%	42.2%	39.1%	35.5%
流动比率	1.71	1.99	2.41	2.93
速动比率	1.40	1.63	2.02	2.50
<b>营运能力</b>				
资产周转率	58.8%	64.4%	69.2%	70.9%
应收账款周转率	586.2%	580.9%	581.9%	580.8%
存货周转率	376.1%	364.0%	369.9%	370.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.82	1.95	2.48	3.08
每股经营现金	2.26	2.10	2.98	3.41
每股净资产	11.11	11.71	14.21	17.29
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	18.9	17.6	13.8	11.2
PB	3.1	2.9	2.4	2.0

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyq.com.cn