

德力股份 (002571.SZ)

涉足光伏玻璃，完成中性药玻，日用玻璃，光伏玻璃三轮驱动

光伏进入平价时代需求高增长，双玻渗透率提升带来行业 α 。随着光伏发电进入平价时代，在经济效益与社会效益双重刺激下，光伏装机量将快速增长，双玻组件由于可以带来最高达30%的发电增益，渗透率将快速提升，带动光伏玻璃需求年化增长20.2%。

大尺寸组件渗透率快速提升，宽幅玻璃将出现结构性紧缺。随着大尺寸组件渗透率的提升，市场对宽幅玻璃的需求将快速增加，老旧产线向宽幅改造难度较大，宽幅玻璃需求将主要由新建产线满足，预计宽幅玻璃将出现结构性紧缺，新进入者可以享受一定的后发优势。

一致性评价+用药安全推动我国中性药玻渗透率提升，国内企业纷纷布局产能规划推进国产替代进程。中性硼硅玻璃在确保药品质量方面具有不可比拟的优越性，是国际公认的安全药用包材，也是欧美日等国强制使用的包材。随着国内一致性评价对于药品包装材料要求的提升，未来国内中性药玻的需求将快速提升。但该玻璃技术壁垒较高，前两大生产厂家肖特与康宁占据80%的全球市场，国内企业积极布局产能规划，推动国产替代进程。公司已与美鹰集团签订技术服务协议，项目实施将得到充分的技术支持。

日用玻璃业务盈利稳定，积极推进巴基斯坦项目，开拓海外市场。日用玻璃作为公司的主营业务，收入规模与毛利率水平保持稳定。过往几年公司业绩波动主要源于非经营性亏损，随着文娱行业投资标的已经进行大规模减值计提，历史包袱有望逐步出清，未来公司盈利水平将得到明显修复。另外公司积极推进巴基斯坦项目，为公司开拓海外市场助力。

携手美鹰集团，发力中性硼硅药玻。2020年10月20日公司发布公告表示德力药玻与美鹰集团有限公司就中性药用玻璃生产工艺技术咨询、服务签订了“5.0中性药用玻璃模制瓶”及“5.0中性药用玻璃管材”的《技术服务协议书》。美鹰集团将组建以意大利玻璃协会主席 Bandini Alessandro 为首的技术支持团队，在工厂规划、电熔窑炉、化学配方及相关原材料标准、生产工艺及设备选型、模具工艺及设计与人员服务等方面支持公司药玻发展。11月25日，公司发布定增预案，拟募集5亿元主要用于中性药用硼硅玻璃项目，该项目建设期24个月，达产后可形成年产一级耐水药用玻璃管制品1万吨、高端模制瓶2800吨的生产能力。公司药玻项目稳步推进。

光伏玻璃成为新增长极，新建产能生产宽幅薄玻璃。公司拟投资约20亿元建设两条1000t/d光伏玻璃产线，主要生产宽幅薄玻璃，两条产线将分别于2021/2022年投产；公司与蚌埠政府部门签订协议，将享有较低的天然气与电力成本，此外，公司参股的中都瑞华矿业拥有高品质石英砂资源，可用于光伏玻璃生产，综合来看，公司原料成本端具备一定优势。

业绩预测：预计公司2020-2022年实现收入7.73/13.06/32.79亿元，实现归母净利润0.21/1.00/5.01亿元，对应估值199.3/41.8/8.3倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

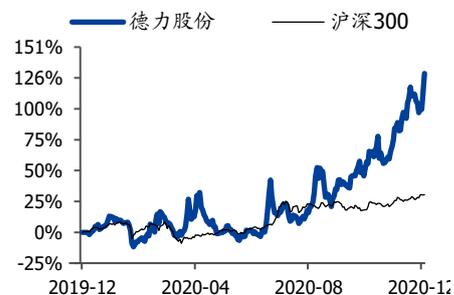
风险提示：光伏装机需求下滑，行业竞争加剧；公司药玻产能投放不达预期；药玻产能利用率不达预期；光伏玻璃产能投放不达预期；光伏玻璃生产效果不达预期；光伏玻璃价格不达预期，从而导致光伏玻璃盈利性不达预期。

增持（首次）

股票信息

行业	家用轻工
最新收盘价	10.66
总市值(百万元)	4,178.19
总股本(百万股)	391.95
其中自由流通股(%)	75.84
30日日均成交量(百万股)	11.80

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	795	867	773	1,306	3,279
增长率 yoy (%)	-0.2	9.1	-10.9	69.1	151.0
归母净利润(百万元)	-128	13	21	100	501
增长率 yoy (%)	-352.9	-110.5	55.4	377.3	401.2
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.33	0.03	0.05	0.26	1.28
净资产收益率(%)	-9.1	0.9	1.4	6.5	23.8
P/E(倍)	-32.7	309.7	199.3	41.8	8.3
P/B(倍)	3.0	2.9	2.9	2.7	2.0

资料来源：贝格数据，国盛国盛证券研究所

请仔细阅读本报告末页声明



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	682	755	693	1235	2824	营业收入	795	867	773	1306	3279
现金	172	207	256	229	574	营业成本	646	674	626	962	2177
应收票据及应收账款	172	135	141	261	748	营业税金及附加	12	12	11	20	48
其他应收款	8	40	3	69	112	营业费用	40	38	23	39	98
预付账款	11	9	8	22	54	管理费用	90	81	81	124	311
存货	273	310	231	600	1282	研发费用	3	3	3	5	11
其他流动资产	46	54	54	54	54	财务费用	0	1	7	18	24
非流动资产	1082	1179	1147	1511	2691	资产减值损失	120	-19	10	10	0
长期投资	238	268	307	337	366	其他收益	2	16	0	0	0
固定资产	536	498	593	936	2089	公允价值变动收益	0	-42	0	0	0
无形资产	69	68	60	52	49	投资净收益	1	17	10	0	0
其他非流动资产	239	346	187	186	186	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1764	1935	1841	2746	5515	营业利润	-115	19	22	128	607
流动负债	348	450	338	1138	3402	营业外收入	2	5	5	4	4
短期借款	61	62	62	458	2059	营业外支出	6	1	2	3	3
应付票据及应付账款	240	293	202	559	1164	利润总额	-119	23	24	129	608
其他流动负债	47	95	73	121	179	所得税	9	10	4	27	111
非流动负债	8	17	15	18	25	净利润	-128	13	20	103	497
长期借款	0	0	-2	1	8	少数股东损益	-1	-0	-1	3	-4
其他非流动负债	8	17	17	17	17	归属母公司净利润	-128	13	21	100	501
负债合计	356	467	353	1156	3427	EBITDA	-40	102	95	250	898
少数股东权益	4	30	30	32	28	EPS (元/股)	-0.33	0.03	0.05	0.26	1.28
股本	392	392	392	392	392						
资本公积	906	909	909	909	909						
留存收益	85	84	105	207	705						
归属母公司股东权益	1405	1437	1458	1558	2060						
负债和股东权益	1764	1935	1841	2746	5515						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	39	127	93	68	165
净利润	-128	13	20	103	497
折旧摊销	80	81	74	113	225
财务费用	0	1	7	18	24
投资损失	-1	-17	-10	0	0
营运资金变动	-45	-26	2	-165	-582
其他经营现金流	133	74	0	0	0
投资活动现金流	-100	-166	-33	-476	-1405
资本支出	92	156	-71	334	1150
长期投资	14	-0	-39	-29	-29
其他投资现金流	6	-10	-143	-172	-284
筹资活动现金流	20	26	-12	-14	-16
短期借款	41	1	0	0	0
长期借款	0	0	-2	3	7
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	3	0	0	0
其他筹资现金流	-22	22	-10	-18	-23
现金净增加额	-42	-12	49	-422	-1256

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.2	9.1	-10.9	69.1	151.0
营业利润 (%)	-235.6	116.5	15.5	486.2	373.4
归属母公司净利润 (%)	-352.9	-110.5	55.4	377.3	401.2
获利能力					
毛利率 (%)	18.7	22.3	19.0	26.4	33.6
净利率 (%)	-16.1	1.6	2.7	7.7	15.3
ROE (%)	-9.1	0.9	1.4	6.5	23.8
ROIC (%)	-8.8	0.8	1.2	5.4	13.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.2	24.1	19.2	42.1	62.1
净负债比率 (%)	-7.4	-8.9	-12.4	15.3	72.2
流动比率	2.0	1.7	2.1	1.1	0.8
速动比率	1.0	0.9	1.2	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.6	0.8
应收账款周转率	4.2	5.6	5.6	6.5	6.5
应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.33	0.03	0.05	0.26	1.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.32	0.24	0.17	0.42
每股净资产 (最新摊薄)	3.58	3.67	3.72	3.98	5.25
估值比率					
P/E	-32.7	309.7	199.3	41.8	8.3
P/B	3.0	2.9	2.9	2.7	2.0
EV/EBITDA	-101.0	39.8	42.2	17.8	6.4

资料来源: 贝格数据, 国盛国盛证券研究所

内容目录

一、日用玻璃首家上市公司，积极布局药玻&光伏玻璃	4
二、光伏玻璃需求持续高增长，行业积极布局扩产计划	5
2.1 光伏装机强增长+双玻渗透率提升，光伏玻璃需求持续爆发	5
2.2 积极布局原片产能，行业进入快速成长期	8
2.3 组件大型化趋势明显，宽幅玻璃面临结构性紧缺	11
三、药用玻璃市场快速增长，国产替代有望实现	13
3.1 中硼硅玻璃性能优异，渗透率将快速提升	14
3.2 国内企业积极布局，有望实现国产替代	15
四、日用玻璃带来稳定业绩，药玻/光伏未来贡献利润	15
4.1 日用玻璃盈利稳定，非经营性亏损得以解决	15
4.2 签订技术服务协议，快速切入中性药玻领域	16
4.2 满足大尺寸组件需求，公司拟建设两条光伏玻璃生产线	17
五、盈利预测	18
六、估值和投资	19
风险提示	20

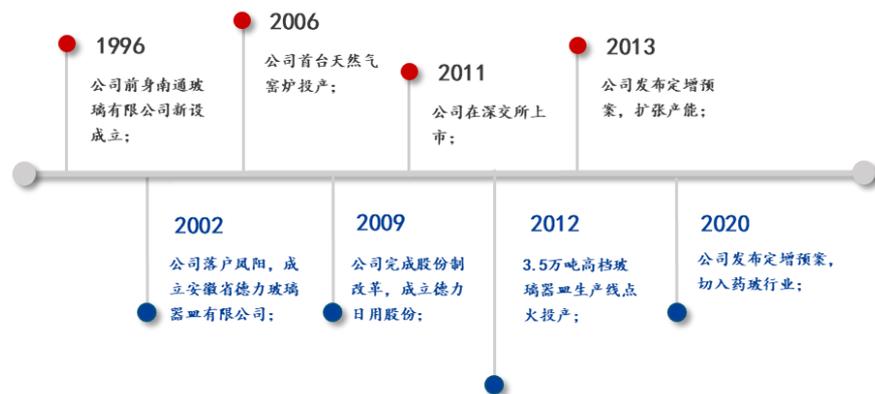
图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 德力股份股权结构图	4
图表 3: 公司收入结构单位: 亿元	5
图表 4: 公司定增项目资金使用计划单位: 亿元	5
图表 5: 光伏度电成本下降刺激新增装机快速增长	6
图表 6: 光伏发电成本已下降到与火电类似, 单位: \$/GW	6
图表 7: 光伏将成为最主要的基础能源, 单位: GW	6
图表 8: 光伏年度新增装机预测, 单位: GW	6
图表 9: 双面组件渗透率将快速提升	7
图表 10: 2020-2024 年光伏玻璃需求预测	8
图表 11: 国内光伏玻璃原片在产总产能情况单位: 吨/日	9
图表 12: 国内企业光伏玻璃原片产能扩张计划	10
图表 13: 光伏玻璃需求与供给测算单位: 吨/日	11
图表 14: 2020 年 SNEC 展会各组件设计尺寸	12
图表 15: 电池片各尺寸产能变化, 单位: GW	13
图表 16: 光伏玻璃厂商毛利率测算	13
图表 17: 药用玻璃的分类	14
图表 18: 我国关于药物包装的政策	14
图表 19: 全球中性药用玻璃龙头生产企业概况	15
图表 20: 国内中性硼硅玻璃主要生产企业情况	15
图表 21: 公司营收与毛利率情况单位: 亿元	16
图表 22: 公司玻璃生产量和销量情况, 单位: 吨	16
图表 23: 公司光伏玻璃规划	18
图表 24: 公司各板块业绩预测	19
图表 25: 费用率预测	19
图表 26: 玻璃板块估值情况, 日期为 2020 年 12 月 4 日	20

一、日用玻璃首家上市公司，积极布局药玻&光伏玻璃

公司为国内日用玻璃首家上市企业。安徽德力日用玻璃股份有限公司，其前身为成立于1996年的南通玻璃有限公司，2002年于安徽省凤阳县正式成立，2011年在深圳证券交易所挂牌上市，是中国日用玻璃行业第一家上市公司。公司拥有高速水杯、酒杯、水晶酒杯、玻璃钢化、压制、吹制各类生产线50余线，有“青苹果”、“艾格莱雅”、“意德丽塔”、“柯瑞”和“DELISOGA”等商标，公司产品覆盖高、中、低市场领域，包括商超、酒店、促销、电子商务等营销渠道，产品远销海外。

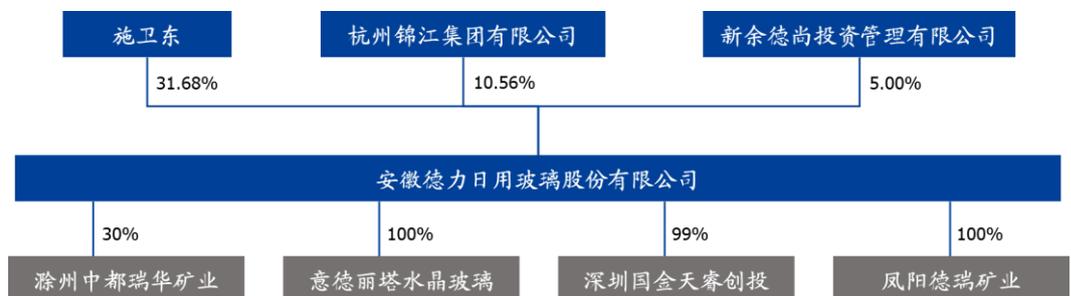
图表1: 公司发展历程



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司股权结构较为集中。公司控股股东为施卫东, 截止2020年9月30日, 持股31.68%, 2009年开始担任公司董事长至今。公司核心管理团队较为稳定, 经营策略可得到有效执行。

图表2: 德力股份股权结构图

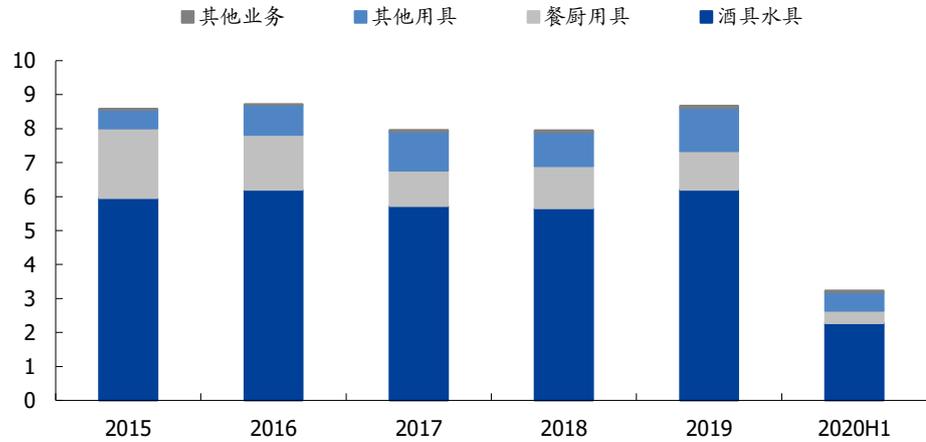


资料来源: wind, 国盛证券研究所

主营业务收入稳定, 2020Q3 逐渐摆脱疫情影响。公司主营业务为日用玻璃制品, 拥有商超自营、经销代理、电子商务、外贸出口、酒店用品、礼品等多门类、多层次的分销渠道, 近几年收入情况较为稳定。2020年受疫情影响, 行业面临整体有效市场需求增长

乏力的冲击。特别是第一季度，行业整体产能下降、亏损面加大，二季度开始，国内疫情有效防控，海外市场逐步复苏，公司业绩有所好转，第三季度，经营情况进一步恢复，单季度收入同比仅下降 0.14%。

图表 3: 公司收入结构单位: 亿元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

携手美鹰集团，发力中性硼硅药玻。2020年10月20日公司发布公告表示德力药玻与美鹰集团有限公司就中性药用玻璃生产工艺技术咨询、服务签订了“5.0 中性药用玻璃模制瓶”及“5.0 中性药用玻璃管材”的《技术服务协议书》。美鹰集团将组建以意大利玻璃协会主席 Bandini Alessandro 为首的技术支持团队，在工厂规划、电熔窑炉、化学配方及相关原材料标准、生产工艺及设备选型、模具工艺及设计与人员服务等方面支持公司药玻发展。11月25日，公司发布定增预案，拟募集5亿元主要用于中性药用硼硅玻璃项目，该项目建设期24个月，达产后可形成年产一级耐水药用玻璃管制品1万吨、高端模制瓶2800吨的生产能力。公司药玻项目稳步推进。

图表 4: 公司定增项目资金使用计划单位: 亿元

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
中性药用硼硅玻璃项目	5.04	5.00
补充流动资金	1.00	1.00
总计	6.04	6.00

资料来源: wind, 国盛证券研究所

光伏玻璃成为新增长极，新建产能生产宽幅薄玻璃。公司拟投资约20亿元建设两条1000t/d光伏玻璃产线，主要生产宽幅薄玻璃，两条产线将分别于2021/2022年投产；公司与蚌埠政府部门签订协议，将享有较低的天然气与电力成本，此外，公司参股的中都瑞华矿业拥有高品质石英砂资源，可用于光伏玻璃生产，综合来看，公司原料成本端具备一定优势。

二、光伏玻璃需求持续高增长，行业积极布局扩产计划

2.1 光伏装机强增长+双玻渗透率提升，光伏玻璃需求持续爆发

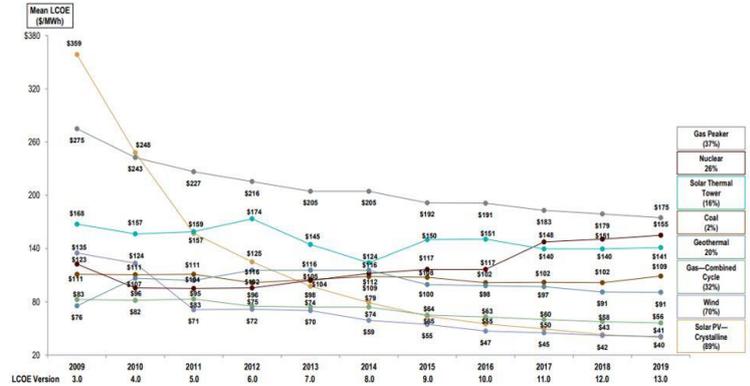
光伏度电成本快速下降，逐步实现平价。光伏组件成本下降带动电站初始投资成本以及光伏度电成本的下降，推动全球光伏新增装机水平从2009年的8GW提升至2019年的120GW，复合增长率31%。当前光伏发电成本(LCOE)已经降至41美元/MWH，与火电相近，光伏发电经济性逐步显现，未来将逐步迈入平价时代。

图表5: 光伏度电成本下降刺激新增装机快速增长



资料来源: BP, 国盛证券研究所

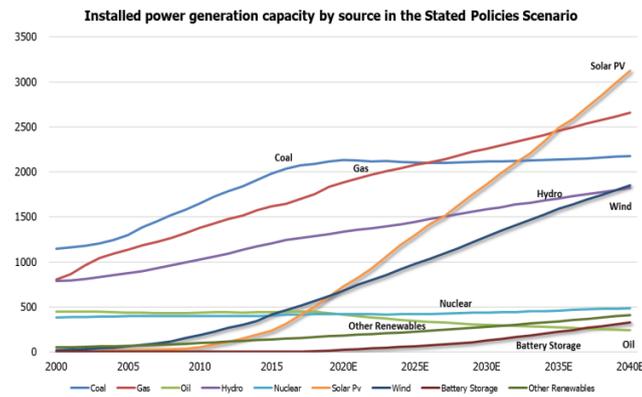
图表6: 光伏发电成本已下降到与火电类似, 单位: \$/GW



资料来源: Lazard, 国盛证券研究所

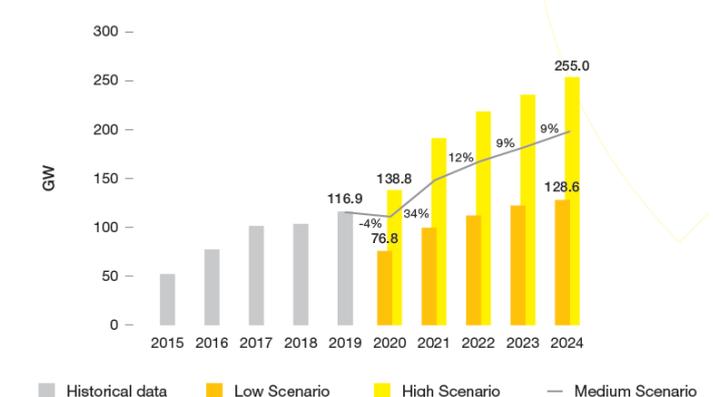
光伏进入平价时代，全球将迎来光伏装机高速增长。能源转型是工业社会发展现阶段必然面临的选择，根据IEA预测，在经济效益与社会效益两方面作用下，光伏将成为未来装机增长最快的发电方式，到2040年成为最主要的基础能源。根据欧洲光伏协会的数据，2019年全球光伏新增装机116.9GW，2024年光伏新增装机将达到255GW，年复合增长17%。

图表7: 光伏将成为最主要的基础能源, 单位: GW



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

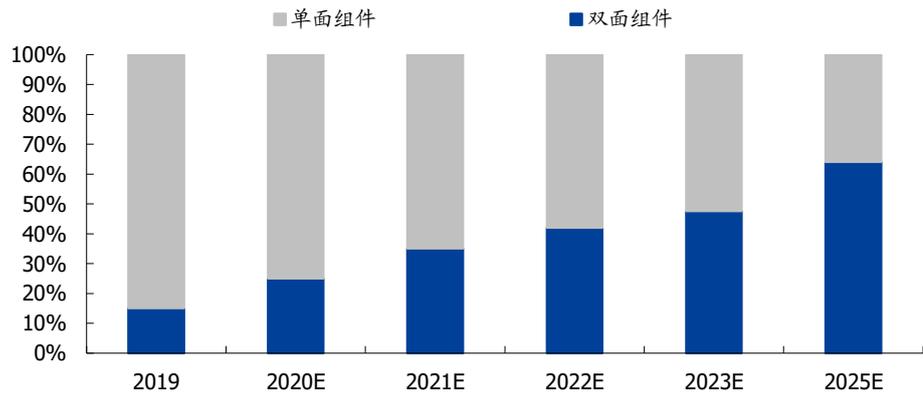
图表8: 光伏年度新增装机预测, 单位: GW



资料来源: 欧洲光伏协会, 国盛证券研究所

经济效益明显，双面组件渗透率快速提升。双面组件可以带来较高的发电增益，因而在背面光反射较强的区域双面组件经济性较为突出，从2017年开始国内多家大型组件企业已经进入双面组件规模化量产阶段，双面组件渗透率快速提升，预计将从2019年的15%提升至2025年的65%左右。双玻组件可以从根源上避免PID、电池隐裂、蜗牛纹等问题的发生，降低了投资成本、运输成本、电站运营风险，相较前玻璃后透明背板双面组件优势明显，未来将成为双面组件最主流的技术形式。

图表 9: 双面组件渗透率将快速提升



资料来源: CPIA, 国盛证券研究所

预计 2020-2024 年对窑炉有效产能的需求将从 2.24 万吨/日提升至 4.67 万吨/日。2020 年受疫情影响, 光伏新增装机量约为 125GW, 延后需求将在 2021 年爆发, 推动 2021 年新增装机达 180GW, 未来在光伏发电经济性的推动下, 新增装机量将逐年稳步增长。组件产量一般为当年新增装机的 1.1 倍, 将从 138GW 提升至 275GW。考虑到玻璃实际产能与理论产能之间的差异, 2020-2024 年对玻璃窑炉有效产能的需求为 2.24 万吨/日、3.30 万吨/日、3.64 万吨/日、4.16 万吨/日、4.67 万吨/日。

图表 10: 2020-2024 年光伏玻璃需求预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
光伏新增装机 (GW)	125	180	200	225	250
光伏组件产量 (GW)	137.5	198	220	247.5	275
薄膜电池 (GW)	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0
晶硅电池 (GW)	132.5	192.0	214.0	241.5	269.0
多晶需求 (GW)	13.3	19.2	21.4	24.2	26.9
单晶需求 (GW)	119.3	172.8	192.6	217.4	242.1
单晶占比 (%)	90%	90%	90%	90%	90%
双玻单晶 (GW)	35.8	60.5	80.9	104.3	130.7
双玻占比	30%	35%	42%	48%	54%
单面单晶 (GW)	83.5	112.3	111.7	113.0	111.4
单晶组件转换效率	19.4%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
多晶组件转换效率	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
多晶玻璃需求 (亿平方米)	0.8	1.1	1.2	1.4	1.6
单面单晶玻璃需求 (亿平方米)	4.3	5.8	5.6	5.7	5.6
双面单晶玻璃需求 (亿平方米)	3.7	6.2	7.9	9.9	12.1
玻璃总需求 (亿平方米)	8.8	13.2	14.7	17.0	19.2
背板总需求 (亿平方米)	5.1	6.9	6.8	7.1	7.1
3.2mm 玻璃需求 (万吨)	395.9	538.9	548.3	590.8	632.6
2.0mm 玻璃需求 (万吨)	191.0	323.0	397.7	485.9	575.1
3.2mm 窑炉产能需求 (万吨)	534.3	727.3	740.0	797.3	853.7
2.0mm 窑炉产能需求 (万吨)	283.0	478.5	589.2	719.9	851.9
窑炉年有效产能需求 (万吨)	817.3	1205.8	1329.1	1517.2	1705.7
窑炉有效日熔量需求 (吨/日)	22392.8	33035.5	36414.8	41566.6	46730.3

资料来源: CPIA, 欧洲光伏协会, 国盛证券研究所

2.2 积极布局原片产能, 行业进入快速成长期

2019 年全球原片有效产能约 25000 吨/日。2019 年底, 全球原片名义总产能为 26830 吨/日, 国内名义总产能为 24300 吨/日。考虑到产线冷修等情况, 对各月在产总产能进行平均, 得到 2019 年国内光伏玻璃原片有效产能约为 22774 吨/日, 则全球有效产能约为 25000 吨/日。

图表 11: 国内光伏玻璃原片在产总产能情况单位: 吨/日



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

下游需求旺盛, 龙头引领光伏玻璃原片扩产。行业内领先企业信义光能、福莱特、亚玛顿、彩虹新能源、南玻 A、新福兴都已公布明确的原片扩产计划, 产线建设均在有序推进。2020-2022 年国内企业计划新投产产能分别为 4650 吨/日、17450 吨/日, 9000 吨/日。

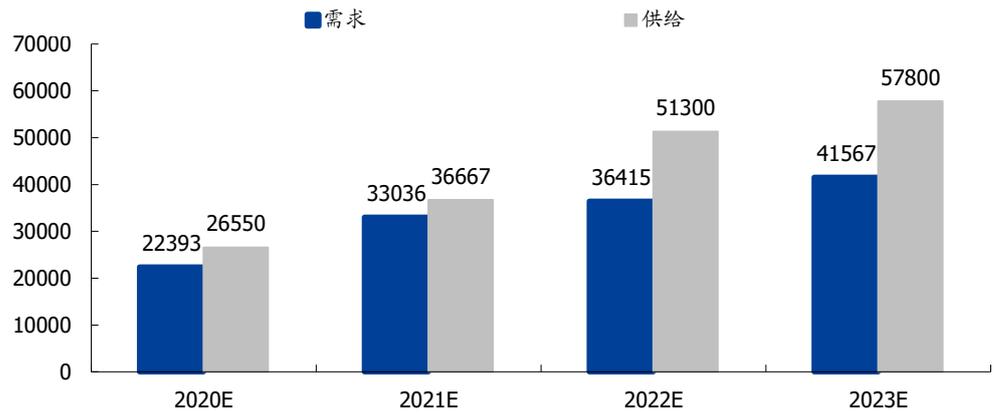
图表 12: 国内企业光伏玻璃原片产能扩张计划

公司	产线	产能(吨/日)	预计投产时间	年底名义产能(吨/日)				
				2019	2020E	2021E	2022E	
信义光能	北海一线	1000	2020Q7					
	北海二线	1000	2020Q8					
	芜湖八线	1000	2021Q1	5900	7900	11900	11900	
	芜湖九线	1000	2021Q2					
	芜湖十线	1000	2021Q3					
	芜湖十一线	1000	2021Q4					
福莱特	安福四线	1200	2021Q2					
	安福五线	1200	2021Q3	5400	5400	9000	10200	
	安福六线	1200	2021Q4					
	安福七线	1200	2022年					
亚玛顿	凤阳二线	650	2021Q2	0	650	1950	1950	
	凤阳三线	650	2021Q2					
彩虹新能源	合肥产线	850	2021	2400	2400	3250	3250	
南玻 A	凤阳产线	4*1200	待定	1300	1300	1300	6100	
新福兴	北海产线	2*1100	2021	550	550	2750	2750	
旗滨	资兴一线	1200	2021					
	绍兴一线(浮法)	1200	2021	0	0	2400	2400	
中国玻璃	浮法产线改造	1000	2021	0	0	1000	1000	
金晶科技	石嘴山一线	600	2021	0	0	600	2600	
	石嘴山二三线	2*1000	2022					
德力股份	蚌埠一线	1000	2021	0	0	1000	2000	
	蚌埠二线	1000	2022					
其他		1000	2020	-	+1000	-	-	
国内企业海外扩张	福莱特(越南)	越南一线	1000	2020Q4	0	1000	2000	2000
		越南二线	1000	2021H1				
	金晶(马来西亚)	马来西亚一线	500	2021	0	0	500	500
国内企业新增产能				4650	17450	9000		

资料来源: wind, 公开信息整理, 国盛证券研究所

2020-2021 年光伏玻璃供需紧平衡。考虑到玻璃窑炉 8 年左右的冷修周期, 预计 2021-2023 年的冷修规模分别为 1500/2000/1500 吨/日, 冷修产能对当年玻璃供给的影响约为 5%。预计国内企业 2020-2023 年光伏玻璃原片有效产能分别为 26650、36667、51300、57800 吨/日。2020 下半年开始的供需紧张格局将持续至 2021 年底。2022 开始, 随着产能陆续投放, 供给紧张格局有望缓解。

图表 13: 光伏玻璃需求与供给测算单位: 吨/日



资料来源: CPIA, 欧洲光伏协会, wind, 国盛证券研究所

2.3 组件大型化趋势明显，宽幅玻璃面临结构性紧缺

组件设计加速大硅片使用，硅片大型化趋势明显。在 2020 年 SNEC 展会上，各家组件厂商在基于大尺寸电池片封装的技术上相继推出 600W、700W 以上高功率组件。电池片大型化转型趋势明显。

图表 14: 2020 年 SNEC 展会各组件设计尺寸

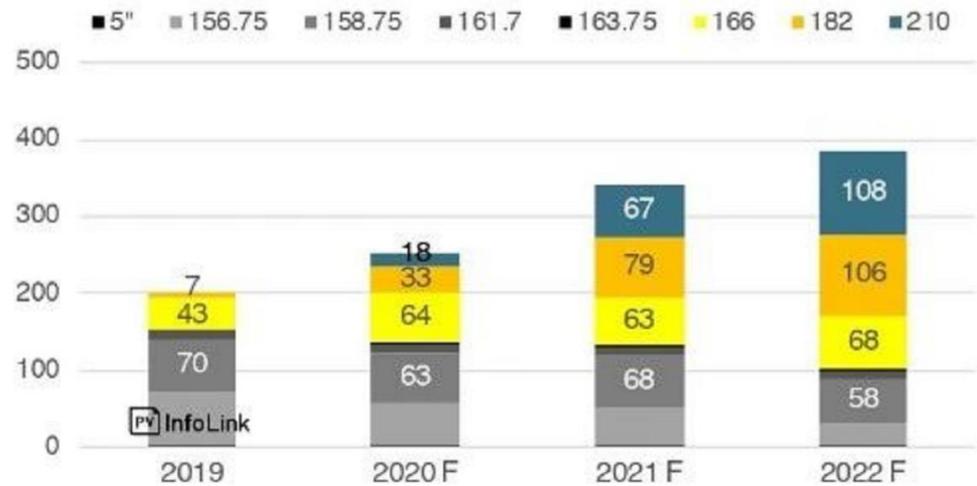
公司	组件名称	硅片尺寸	切片	主栅数	组件技术	电池片数量	组件功率 (W)	双面
海泰	泰山系列	182	1/3 Cut	10	板块互联	80	600	
东磁		182	1/2 Cut	12	叠焊	78	600	
正泰	Astro 5 Semi	182	1/2 Cut		小片间距	78	595	
腾晖	麒麟 Bistar Pro	182	1/2 Cut	10	小片间距	78	590	
阿特斯	HiKu6	182	1/2 Cut	10	小片间距	78	590	
尚德	UItra V	182	1/2 Cut	12	叠焊	78	590	
晶科	Tiger Pro	182	1/2 Cut	10	叠焊	78	590	
海泰	半片系列	182	1/2 Cut	10		72	550	
正泰	Astro 5 Semi	182	1/2 Cut	10	小片间距	72	550	
腾晖	Bistar	182	1/2 Cut	11		72	550	
晶澳	DEEP BLUE 3.0	182	1/2 Cut	11	叠焊	72	545	双面
阿特斯	BiHiKu6	182	1/2 Cut	10	小片间距	72	540	双面
隆基	Hi-MO 5	182	1/2 Cut	9	小片间距	72	540	
晶科	Tiger Pro	182	1/2 Cut	10	叠焊	72	540	双面
亿晶		182	1/2 Cut	10		72	540	
中节能		182	1/2 Cut	11		72	540	双面
隆基	Hi-MO 5	182	1/2 Cut	9	小片间距	66	495	双面
晶澳	Jumble Blue	210	1/3 Cut	11		80	800	
尚德	UItra X	210	1/3 Cut	9	叠焊	60	605	双面
正泰	Astro Twins	210	1/3 Cut	10		60	605	
亿晶		210	1/3 Cut	10	小片间距	54	545	
英利		210	1/3 Cut	10	小片间距	54	540	
赛拉弗	S5	210	1/3 Cut	11		54	530	
东方日升	Titan G5	210	1/3 Cut	9		50	510	
天合光能	至尊	210	1/3 Cut	10	小片间距	50	500	双面
协鑫		210	1/3 Cut	10	小片间距	50	505	双面
腾晖	Bistar	210	1/3 Cut	10		50	505	
赛维		210	1/3 Cut	10		50	500	
爱康	逐梦者 001	210	1/3 Cut	10		50	500	
天合光能		210	1/2 Cut	12	小片间距	66	660	
东方日升	Titan G6	210	1/2 Cut	12	小片间距	60	615	
天合光能	至尊	210	1/2 Cut	10	小片间距	60	605	
天合光能	至尊	210	1/2 Cut	12	小片间距	55	550	
亿晶		210	1/2 Cut	10	小片间距	50	510	
通威		210			叠瓦		760-780	
环晟		210			叠瓦	66	635	双面
环晟		210			叠瓦	57	550	
通威		210			叠瓦		510	

资料来源: PVinfolink, 国盛证券研究所

大尺寸电池片渗透率提升, 催生电池片产线升级需求, 预计 2021 年 182 尺寸电池片

新增接近 46GW，210 尺寸电池片新增接近 49GW，催生电池片环节迎来新一轮扩产高峰。随着大硅片的推广，大硅片产品渗透率加速提升，电池片产线有望根据硅片尺寸进行改造升级，甚至或将加速部分老产线淘汰退出市场，带来更多新建需求。目前存量产线进行小幅更改后，可以兼容 166 硅片。但对于 182、210 硅片而言，改造幅度较大，故而新投产电池片产线会选择向下兼容的方式适配 182 和 210 硅片。根据 PV InfoLink 在 CPIA 光伏协会主办会议“2020 年光伏产业链供应论坛”发布的《光伏产业链供需情况及价格分析预测-202007》，预计 2020 年 182 尺寸的电池片产能为 33GW，210 尺寸的电池片产能为 18GW，预计到 2021 年，182 尺寸电池片产能有望达到 79GW，新增接近 46GW，210 尺寸电池片产能有望达到 67GW，新增接近 49GW，大尺寸电池片扩产加速。

图表 15: 电池片各尺寸产能变化, 单位: GW



资料来源: PVInfoLink, 国盛证券研究所

大尺寸组件占比快速提升，宽幅玻璃将出现结构性紧缺。预计 2021 年开始大尺寸组件的渗透率将快速提升，182/210 高功率组件玻璃宽度为 1.1m-1.3m，而传统窑炉仅能生产 1m 及以下宽度的玻璃，当前宽幅玻璃仅信义和福莱特部分产能可以匹配，而且产能占比较低。老旧产线在改成宽幅时难度较大，宽幅玻璃需求将主要由新建产能满足，预计 2021 年宽幅玻璃将存在结构性紧缺，行业新进入者在掌握生产技术并绑定下游需求后，具备一定的后发优势。

2021 年玻璃价格有望维持高位，行业盈利能力突出。今年下半年以来，由于玻璃供给刚性，而组件产量快速提升，光伏玻璃供不应求，3.2mm 玻璃价格已经攀升至 43 元/平米的高位，部分合同中成交价已突破 50 元/平米，2.0mm 玻璃价格也提升至 34 元/平米。虽然 2021 年有较大规模的光伏玻璃产能投产，但考虑到新增产能对当年度有效产能的贡献有限，且明年组件需求大幅增长，预计玻璃价格仍将维持在较高水平。通过测算可以发现，即使 3.2mm 玻璃价格降至 24 元/平米的合理水平，头部光伏玻璃厂商仍可以保持超过 30% 的毛利率。

图表 16: 光伏玻璃厂商毛利率测算

3.2mm 价格 (元/m ²)	24	26	28	30	32	34
毛利率 (%)	31.25	36.54	41.07	45.00	48.44	51.47

资料来源: 公开数据整理, 国盛证券研究所

三、药用玻璃市场快速增长，国产替代有望实现

3.1 中硼硅玻璃性能优异，渗透率将快速提升

药用玻璃质量的好坏直接关系到药品的安全性和稳定性。目前国内市场药用玻璃主要是低硼硅玻璃和钠钙玻璃，这类玻璃和药液的反应较多，药液在一定程度上会受到玻璃的污染。其中低硼硅玻璃是我国特定历史发展的产物。20世纪60年代，国内医药行业发展速度较快，国内企业研制生产了可基本满足当时药品使用要求的低硼硅玻璃。这种低硼玻璃装药一段时间后碱金属析出量较高，抗冷热冲击性能较差，也会影响药品效果，只是中性硼硅玻璃降低质量和性能的替代品。

图表 17: 药用玻璃的分类

类别	低硼硅玻璃	中性硼硅玻璃	钠钙玻璃
平均线膨胀系数 (20~300℃)	$(6.2\sim 7.5) \times 10^{-6}K^{-1}$	$<5.0 \times 10^{-6}K^{-1}$	$(8\sim 9) \times 10^{-6}K^{-1}$
B ₂ O ₃ 含量 (%)	5.0~8.0	>8.0	<5.0

资料来源：国家食品药品监督管理局，国盛证券研究所

中性硼硅玻璃是最理想的药品包装材料。5.0 中性硼硅玻璃在耐水性、耐酸耐碱性、抗冷冻性、热稳定性、灌装速度等方面都远优于 7.0 低硼硅玻璃，不易因药品浸泡、侵蚀而产生“脱片”现象，与其他药用玻璃瓶相比，在确保药品质量方面具有不可比拟的优越性，是国际公认的安全药用包材，特别适宜于盛装生物制品、血液制品、冻干制剂、疫苗等附加值较高的药品和 PH 值较高的特殊药品。

随着一致性评价政策的推进，中性硼硅玻璃使用占比将快速提升。我国近几年陆续推出药用包装政策，2017 年颁布的一致性评价政策明确要求，仿制药使用的包装材料要与原研药一致，水针剂的药物全部使用中性硼硅玻璃。2020 年国内发布的《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》提出，“注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致”。

图表 18: 我国关于药物包装的政策

时间	政策	主要内容
2012 年	《关于加强药用玻璃包装注射剂药品监督管理的通知》	对生物制品、偏酸偏碱及对 PH 敏感的注射剂，应选择 121° C 颗粒法耐水性为 1 级及内表面耐水性为 HC1 级的药用玻璃或其他适宜的包装材料
2015 年	《化学药品注射剂与药用玻璃包装容器相容性研究技术指导原则》	详细规定药品包装材料相容性试验具体要求及验证方法
2017 年	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合总局颁布的包材标准，不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃。对于 FDA 或 EMA 已公布指导原则的特定走注射剂品种，建议参照 FDA 或 EMA 技术要求开展与参比制剂的对比研究
2020 年	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》	注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致

资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

中性硼硅玻璃需求将快速增长。中国医药玻璃包装产业严重落后，中性药用玻璃采用比例不到 15%，且主要依赖进口，国内自产率不到 10%，且与海外产品存在一定的质量差异。而在美国、欧洲、日本、俄罗斯等成熟市场中，均已经强制要求所有注射制剂和生物制剂使用中性硼硅玻璃包装。中国医药包装协会预计到 2025 年，全球中性硼硅药用玻璃的年需求量约 50 万吨，其中中国需求量约 20 万吨，市场规模巨大，应用前景可观。

3.2 国内企业积极布局，有望实现国产替代

中性硼硅玻璃生产技术壁垒高，行业十分集中。中性硼硅管技术门槛比较高，成型过程复杂，难以控制生产稳定性，核心原材料供应受限，加上建造投入、生产设施成本以及后期维护成本费用昂贵，使得国内中性硼硅管需求基本依赖进口。当前全球需求量约为 25 万吨，CR2 约为 80%。

图表 19: 全球中性药用玻璃龙头企业概况

企业	国家	产量(万吨)	份额
肖特	德国	11.70	57%
康宁(格雷海姆)	美国	4.80	23%
NEG	日本	2.35	11%
爱姆科	美国	1.05	5%
纽博	意大利	0.80	4%

资料来源:《对我国中性药用玻璃的现状与发展前景初步分析》，国盛证券研究所

需求快速增长的背景下，国内企业纷纷布局中性药玻产能的扩张。未来中性药用硼硅玻璃市场具有较为广阔的增长潜力，山东药玻、旗滨集团、四星玻璃、德力股份等企业均在积极布局中性硼硅玻璃产能。

图表 20: 国内中性硼硅玻璃主要生产企业情况

公司名称	类型	产品类型	计划产能
山东药玻	国产	模制	18 亿支
四星玻璃	国产	管制	10 万吨
凯盛君恒	国产	管制	2 万吨
重庆正川	国产	管制	1.5 万吨
旗滨集团	国产	管制	100 吨/天
东旭光电	国产	管制	10 条玻璃管生产线
德力股份	国产	管制	1 万吨

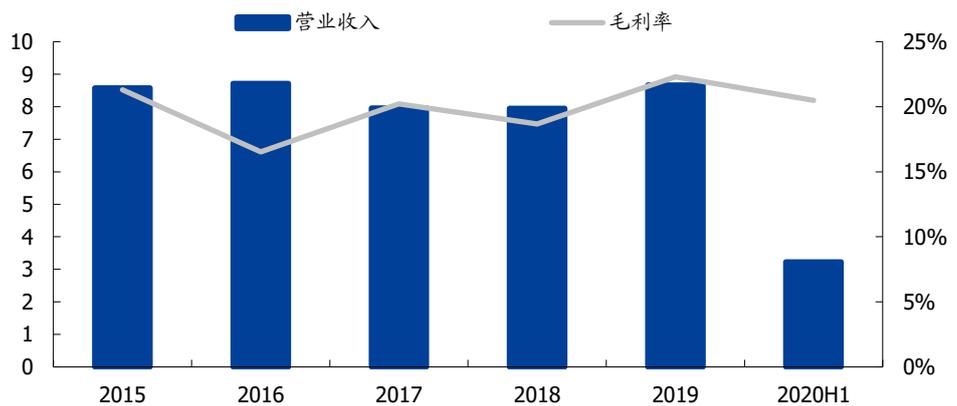
资料来源: 中国产业信息网, wind, 国盛证券研究所

四、日用玻璃带来稳定业绩，药玻/光伏未来贡献利润

4.1 日用玻璃盈利稳定，非经营性亏损得以解决

日用玻璃业务收入盈利平稳，未来有望进一步控制成本。公司营收主要由日用玻璃业务贡献，该部分业务收入较为平稳，毛利率近五年约为 20%。公司参与投资的中都瑞华已逐步实现高品质石英砂的量产，将打通公司生产端重要的产业链，有效降低生产成本。2019 年公司吨玻璃售价较 2018 年上涨 40.32 元/吨，而吨玻璃销售成本减少 189.47 元/吨，二者共同作用使得毛利率同比增长 3.78%。

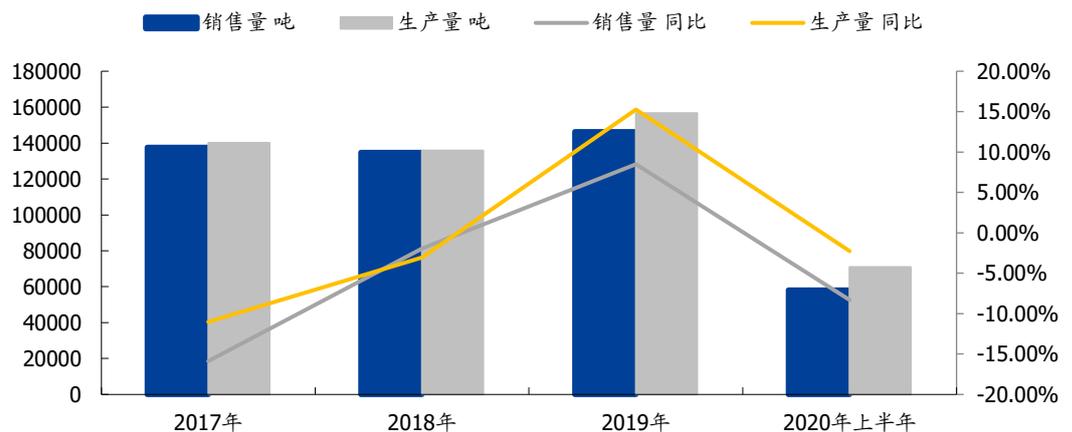
图表 21: 公司营收与毛利率情况单位: 亿元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

受疫情影响, 上半年日常玻璃销量有所下滑。上半年公司受疫情影响, 公司采取了缩减产能、部分窑炉停产保窑等措施来应对疫情的冲击。整体玻璃生产有所减少。根据公司公告, 公司 2020 年上半年玻璃销量为 5.8 万吨, 同比去年同期下降 8.31%。随着疫情的缓解, 公司下半年全力恢复生产, 力争完成全年各项工作目标。

图表 22: 公司玻璃生产量和销量情况, 单位: 吨



资料来源: wind, 国盛证券研究所

积极推进巴基斯坦项目, 开拓海外市场。2018 年, 德力与巴基斯坦的 JW SEZ(Pvt)Ltd.、PAK CHINA INVESTMENT COMPANY LIMITED、Muhammad Rafiq 共同出资在巴基斯坦拉合尔成立德力-JW 玻璃器皿有限公司。该项目有望充分利用“一带一路”的相关引导政策, 有效实施产能海外布局, 拓展重点海外市场。今年上半年受疫情影响, 巴基斯坦的跨境航班暂停, 中国国内派驻人员无法派驻现场工作, 设备安装施工工作暂停, 待疫情好转, 公司将重启筹建工作, 为公司开拓海外市场助力。

4.2 签订技术服务协议, 快速切入中性药玻领域

签订技术服务协议, 推进中性药玻项目。公司 2020 年 8 月 17 日投资设立德力药用玻璃有限公司, 2020 年 10 月 20 日发布公告称德力药玻与美鹰集团有限公司就中性药用玻璃生产工艺技术咨询、服务签订了“5.0 中性药用玻璃模制瓶”及“5.0 中性药用玻璃

管材”的《技术服务协议书》。美鹰集团成立于1992年，主要利用国内外玻璃行业的资源，通过与意大利COLOROBRIA公司，STAR玻璃技术咨询公司，ADVANCE技术公司，COLLEVILCA公司等建立了全方位的技术合作代理。提供的服务包括工厂规划、电熔窑炉、化学配方及相关原材料标准、生产工艺及设备选型、模具工艺及设计与人员服务。

项目实施具备充分的技术支持。本项目在利用企业多年硼硅玻璃生产技术积累的基础上积极引进具有丰富从业经验且具有成功案例的海外技术团队对项目进行技术服务与指导。项目采用国际先进“全氧燃烧”熔化技术和丹纳法成型工艺实现中性硼硅药用玻璃管的量产，技术优化升级，产品质量达国际一流水平，为本项目的顺利实施提供技术支持。

拟募集5亿元，计划形成年产一级耐水药用玻璃管制品1万吨、高端模制瓶2800吨的生产能力。11月25日，公司发布定增预案，拟募集5亿元主要用于中性药用硼硅玻璃项目，该项目建设期24个月，达产后可形成年产一级耐水药用玻璃管制品1万吨、高端模制瓶2800吨的生产能力。

产能投产后将有效满足市场需求。国内药厂特别是合资药厂的高端医疗产品，如生物制剂，对中性安瓿瓶小药瓶等包装要求越来越严格，国内药品产业对于中性药用玻璃的潜在需求将得以释放，预计2020年全国需中性药用玻璃约10万吨，中性硼硅药用玻璃需求量在国内市场年增长率达到20%，对应2021年需求为12万吨，公司相关产能释放后将可有效满足市场需求。

4.2 满足大尺寸组件需求，公司拟建设两条光伏玻璃生产线

关联企业2017年即涉足光伏玻璃生产，技术积累充分；控股股东同隆基高管一同考察北海透露重要信号。公司控股股东的关联企业在2017年就曾尝试性的涉足了光伏玻璃生产领域，投产300t/a的玻璃窑炉，积累了较为充分的技术与经验。2020年7月，公司董事长以及隆基战略投资总经理共同接受了北海市政府领导的会见，双方就在北海投资玻璃产业进行了商讨，此番友好会谈透露出公司与隆基合作进军光伏玻璃产业的信号。

接触光伏组件龙头，为公司进军光伏行业奠定基础。2020年7月，广西北海市主要领导会见公司董事长施卫东以及隆基战略投资总经理黄正侃一行，双方就在北海投资玻璃产业进行了商讨。此番友好会谈为出公司与隆基友好合作奠定基础。

公司于北海、蚌埠相继设立光伏玻璃企业，增资9500万推动生产基地建设。2020年8月以来，公司先后设立德力（北海）玻璃有限公司与蚌埠德力光能材料有限公司，两公司业务范围均包含太阳能镀膜导电玻璃，彰显公司进入光伏玻璃领域的决心。根据2020年12月4日公司公告，为推动生产线的建设，公司决定使用自有资金向德力光能增资9500万，增资后德力光能注册资本金将提升到1亿元。

拟建设两条1000t/d光伏玻璃产线，满足宽幅薄玻璃生产。公司拟在蚌埠建设两条1000t/d一窑五线光伏玻璃生产线，合计产能为2000t/d，该项目将分两期建设，首期项目（1000t/d）预计2021年12月投产。二期项目（1000t/d）预计2022年8月份投产。所生产玻璃规格最小为1634×986mm，最大为2400×1300mm，可满足常规尺寸和大尺寸组件的需求，产品厚度以2mm为主，并可生产1.6~3.2mm的玻璃，按厚度2mm计算，光伏玻璃年产能将达1.2亿平米。

图表 23: 公司光伏玻璃规划

	地址	产能(吨/日)	投产时间	规格
一期项目	蚌埠	1000	2021年12月	产品规格最小为 1634×986mm; 最大为 2400×1300mm; 产品厚度为 2mm (可生产 1.6~3.2mm)。
二期项目	蚌埠	1000	2022年8月	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

政府部门协助企业进行融资并锁定天然气、电力比较价格, 公司将享受较低生产成本。该项目总投资额为 19.69 亿元, 公司与蚌埠高新区管委会签订投资协议, 政府部门将协调相关机构帮助企业融资不低于 5 亿元, 剩余部分公司将通过自筹方式解决。同时, 政府部门承诺在项目所在地投建 11 万伏变电站, 以保证用电需求, 公司将享受 11 万伏对应的电价; 在燃料方面, 相关部门将协调蚌埠新奥燃气提供价格不超过临近市县同类型企业在该年度综合平均价格的天然气。公司参股的中都瑞华具有较大储量的可满足光伏盖板生产的高品质石英砂资源, 将进一步帮助公司锁定成本。

五、盈利预测

日用玻璃: 2020 年预计受到疫情影响, 公司 2020 年全年或有所下滑; 不过随着后续疫情的缓解, 预计公司在巴基斯坦的项目有望稳步推进。随着公司新产能的释放, 公司后续日常玻璃销量有望持续提升。

在毛利率方面, 考虑到今年疫情的影响, 预计公司今年日常玻璃毛利率在 19% 左右, 明后年毛利率恢复到正常水平, 后续随着规模优势的扩大, 预计毛利率在 23~25% 左右。

药用玻璃: 随着公司定增项目的推进, 预计公司药玻产能在 2021 年便有所释放, 后续新项目产能有望稳步推进。

毛利率方面, 公司和海外企业合作, 有望提升药玻良品率, 预计毛利率在 60% 左右。

光伏玻璃: 根据公司公告, 公司首期项目 (1000t/d) 预计 2021 年 12 月投产。二期项目 (1000t/d) 预计 2022 年 8 月份投产, 为明后两年业绩提供支持。

毛利率方面, 随着行业光伏玻璃产能的逐步释放, 光伏玻璃价格会有所回落, 预计 2021~2022 年毛利率在 47.8/36.4%。

图表 24: 公司各板块业绩预测

	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (亿元)	8.7	7.7	13.1	32.8
毛利润 (亿元)	1.9	1.5	3.4	11.0
日常玻璃				
收入 (亿元)	8.7	7.7	11.5	12.9
毛利率	22.3%	19.0%	23.0%	25.0%
毛利润 (亿元)	1.9	1.5	2.6	3.2
药玻				
收入 (亿元)			0.4	2.3
毛利率			60.0%	60.0%
毛利润 (亿元)			0.3	1.4
光伏玻璃				
收入 (亿元)			1.1	17.6
毛利率			47.8%	36.4%
毛利润 (亿元)			0.5	6.4

资料来源: wind, 国盛证券研究所

费用率方面, 2020 年受疫情影响, 公司管理费用有所上升, 预计 2021 年之后恢复正常, 销售费用率预计稳中有降。

图表 25: 费用率预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用	4.3%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	9.4%	10.5%	9.5%	9.5%
研发费用	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

六、估值和投资

从同比公司来看, 预计 2020-2022 年玻璃行业同比公司估值为 52.23/33.54/25.39 倍, 其中药玻对应估值在 40 倍左右。预计公司明年加速向药玻和光伏玻璃方面切入, 推动业绩高速增长, 公司短期成长性更高, 或有享受较高估值可能。预计公司 2020-2022 年实现收入 7.73/13.06/32.79 亿元, 实现归母净利润 0.21/1.00/5.01 亿元, 对应估值 199.3/41.8/8.3 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 26: 玻璃板块估值情况, 日期为 2020 年 12 月 4 日

证券代码	证券简称	PE (2020E)	PE (2021E)	PE (2022E)
601865.SH	福莱特	49.30	31.55	25.97
002623.SZ	亚玛顿	57.16	29.17	18.07
600529.SH	山东药玻	50.22	39.91	32.11
平均		52.23	33.54	25.39

资料来源: wind, 国盛证券研究所, 亚玛顿和山东药玻未覆盖, 使用 wind 一致预期

风险提示

光伏装机需求下滑, 行业竞争加剧。若电池片效率提升有限, 光伏度电成本下降受阻, 则全球光伏装机增速将不及预期, 光伏玻璃需求将有明显下滑, 供需格局将出现恶化, 行业竞争加剧。

公司药玻产能投放不达预期。公司在 2020 年 11 月 25 日发布了《2020 年非公开发行 A 股股票预案》, 计划通过非公开发行的资金来建设药玻产能。故而公司药玻产能释放节奏和公司非公开发行项目推进程度有关, 若后续非公开发行项目推进不顺, 或将影响公司药玻产能释放, 影响公司后续业绩成长节奏。

药玻生产不及预期, 产能利用率不达预期, 导致业绩不达预期。公司中性药用玻璃生产技术为从国外引进, 技术消化吸收需要过程。在药玻生产中, 良品率对产品毛利率影响较高, 若公司后续技术消化吸收不及预期, 或导致公司药玻产能成品率较低, 从而影响药玻环节盈利情况, 或导致后续业绩不达预期。

光伏玻璃产能投放不达预期。公司在 2020 年 12 月 5 日发布《关于全资子公司投资建设太阳能装备用轻质高透面板生产基地》的公告。光伏玻璃产能建设周期较长, 且光伏玻璃产能对资金需求量大, 根据公司公告, 本次两座 1000 吨窑炉和年产 100 万吨低铁石英砂提纯生产项目总投资额在 20 亿元左右。若后续公司募集资金进度不达预期, 产能建设进度不达预期, 均将导致公司产能释放不达预期, 从而影响公司后续业绩成长节奏。

光伏玻璃对生产技术要求较高, 若生产效果不达预期, 会影响公司光伏玻璃产能出货和成本情况。光伏玻璃生产工艺和公司原有日用玻璃器皿生产工艺存在差异, 且公司过往对大窑炉 (1000 吨/日) 的运营经验积累较少, 若后续公司生产工艺技术不够成熟, 或将影响公司光伏玻璃产能利用率和良品率, 对未来光伏玻璃出货规模和成本均有不利影响。

光伏玻璃需求预测不达预期, 导致光伏玻璃价格不达预期, 从而导致光伏玻璃盈利性不达预期。若后续光伏双面组件需求增速放缓, 同时光伏组件大型化需求放缓, 或均将对光伏玻璃在 2022 年的价格造成影响, 从而影响模型中对公司 2022 年的业绩预测。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com