

# 桐昆股份 (601233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 长丝景气触底，期待持续回暖！

### 业绩简评

桐昆股份于2023年4月21日发布公司2022年年度报告，全年实现营业收入619.93亿元，同比增加4.84%；实现归母净利润1.30亿元，同比减少98.22%。其中，2022Q4公司实现营业收入148.05亿元，同比增加68.56%，环比减少14.60%；实现归母净利润-18.05亿元，同比减少254.14%，环比减少393.17%。

### 经营分析

**毛利下降价差收窄，22Q4业绩短期承压：**2022原料成本大幅上涨，虽然MEG采购价格小幅降低，但PTA采购价格同比增加29.43%，而公司主要产品POY销售价格仅同比增加5.74%，公司主要产品毛利受损；2022年终端需求持续萎靡不振，2022Q4 POY产品价差约为1029元/吨，环比减少6.37%，公司主要产品POY累库叠加产品价差收窄拖累公司全年业绩。

**伴随终端市场复苏，价差修复或带动公司未来业绩回暖：**2023Q1 POY价差约为1169元/吨，环比增加13.57%，公司各产品加权价差环比走阔8.37%；与此同时，2023年春节过后，下游需求伴随开工率的提升而逐步好转，涤纶长丝持续去库，带动涤纶长丝开工率回升。下游市场消费需求持续回暖叠加环节价差修复或将支撑公司未来业绩有所回暖。

**积极寻求业务转型升级，持续完善产业链布局：**为满足公司业务转型发展的需求，公司现金收购桐昆（香港）100%与广西桐昆65%的股权，有助于公司产业链延伸与业务转型升级；此外，公司年产500万吨PTA、240万吨聚酯纺丝桐昆（洋口港）聚酯一体化项目及配套项目、桐昆（沐阳）年产240万吨新型绿色功能性纤维项目已部分投产，有助于完善公司产业链一体化水平，伴随产能逐步释放与产业链完成整合，公司成长确定性强。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到经济处于回暖初步阶段，但公司未来成长和盈利修复可期，我们下调了2023-2024年盈利预测，下调幅度为17%/6%，预计公司23-25年归母净利润为25.2/61.5/86.1亿元，对应EPS为1.04/2.55/3.57元，对应PE为12.67X/5.18X/3.70X，维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 油价单向大幅波动风险；(2) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输；(3) 终端需求严重需求恶化；(4) 地缘政治风险；(5) 项目建设进度不及预期；(6) 美元汇率大幅波动风险；(7) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼（执业S1130522060004）

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.22元

相关报告：

- 《桐昆股份公司点评：龙头历坎坷，回暖值得期待！》，2023.1.31
- 《聚酯需求走弱，高成长逻辑不变！-桐昆股份三季报点评》，2022.10.30
- 《浙石化新材料产能扩产值得期待！-桐昆股份中报点评》，2022.8.23



### 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,131	61,993	76,766	86,011	93,546
营业收入增长率	29.01%	4.84%	23.83%	12.04%	8.76%
归母净利润(百万元)	7,332	130	2,516	6,148	8,608
归母净利润增长率	157.58%	-98.22%	1832.51%	144.32%	40.01%
摊薄每股收益(元)	3.041	0.054	1.044	2.550	3.570
每股经营性现金流净额	1.16	0.44	0.65	3.15	3.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.46%	0.38%	6.95%	15.41%	19.10%
P/E	6.96	267.57	12.67	5.18	3.70
P/B	1.43	1.00	0.88	0.80	0.71

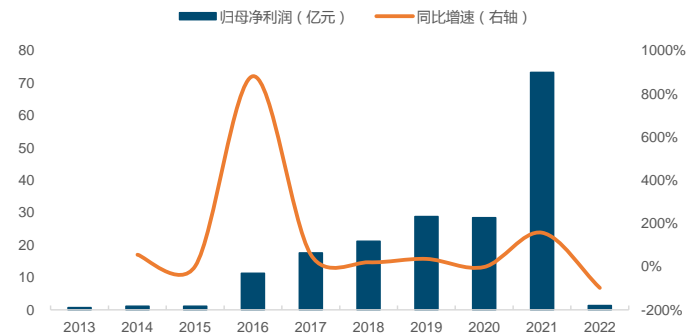
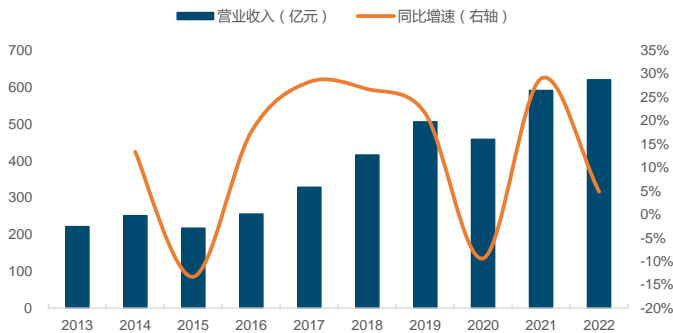
来源：公司年报、国金证券研究所

## 1、毛利下降价差收窄，22Q4 业绩短期承压

桐昆股份于 2023 年 4 月 21 日发布公司 2022 年年度报告，全年实现营业收入 619.93 亿元，同比增加 4.84%；实现归母净利润 1.30 亿元，同比减少 98.22%。其中，2022Q4 公司实现营业收入 148.05 亿元，同比增加 68.56%，环比减少 14.60%；实现归母净利润 -18.05 亿元，同比减少 254.14%，环比减少 393.17%。

图表 1：公司营业收入同比增加 4.84%

图表 2：公司归母净利润同比减少 98.22%



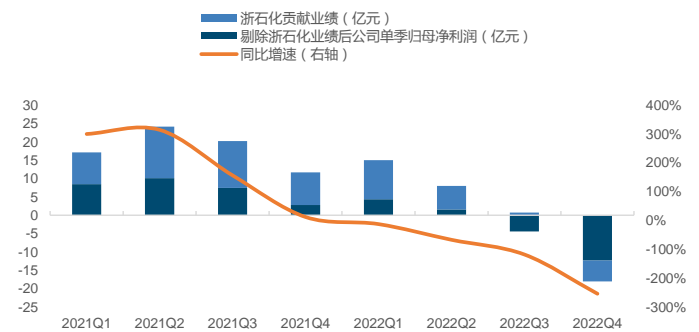
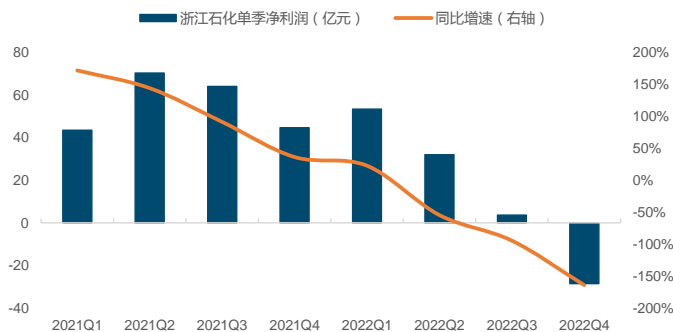
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

桐昆股份全资子公司桐昆投资参股并持有浙石化 20% 股份，2022 年浙石化实现净利润 60.52 亿元，同比减少 72.86%，其中 2022Q4 浙石化亏损 28.51 亿元，单季利润同比减少 163.88%，受此影响桐昆股份 2022Q4 投资收益亏损 5.7 亿元，拖累公司业绩；剔除浙石化贡献业绩后，2022Q4 公司化纤等板块实现归母净利润亏损 12.35 亿元，主要原因系油价单边下跌促使库存损失致使业绩承压。

图表 3：2022Q4 浙江石化净利润同比减少 163.88%

图表 4：2022Q4 桐昆股份业绩承压



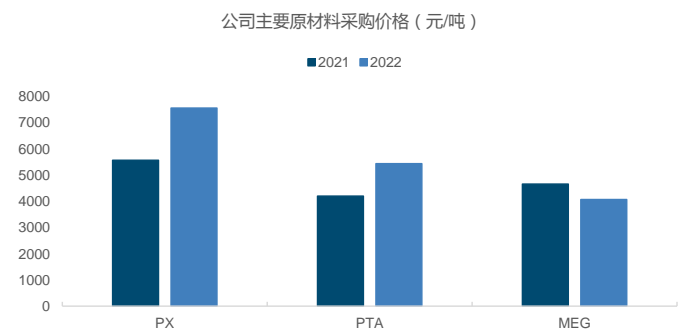
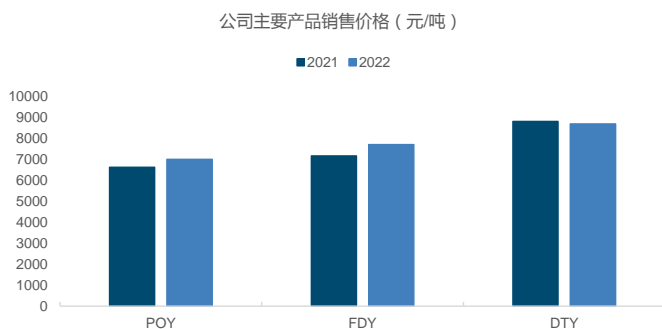
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2022 上半年原油价格攀升导致公司全年原料成本大幅上涨，虽然 MEG 采购价格小幅降低，但 PTA 采购价格同比增加 29.43%，而公司主要产品 POY 销售价格仅同比增加 5.74% 全年原材料采购成本增幅远超过主要产品销售价格增幅，公司毛利有所下降。

图表 5：公司主要产品销售价格对比

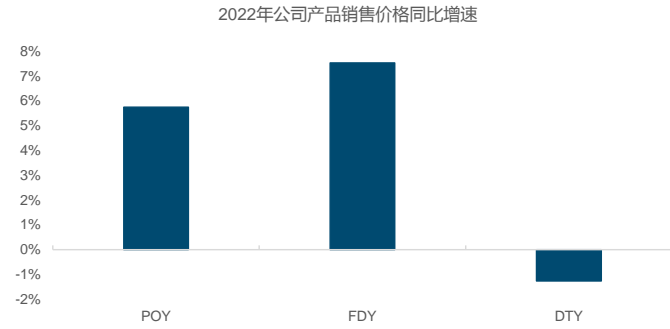
图表 6：公司主要原材料采购价格对比



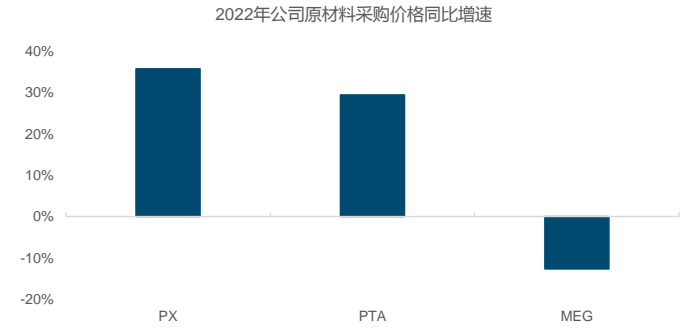
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表7: 2022 年公司主要产品销售价格同比增速



图表8: 2022 年公司主要原材料采购价格同比增速

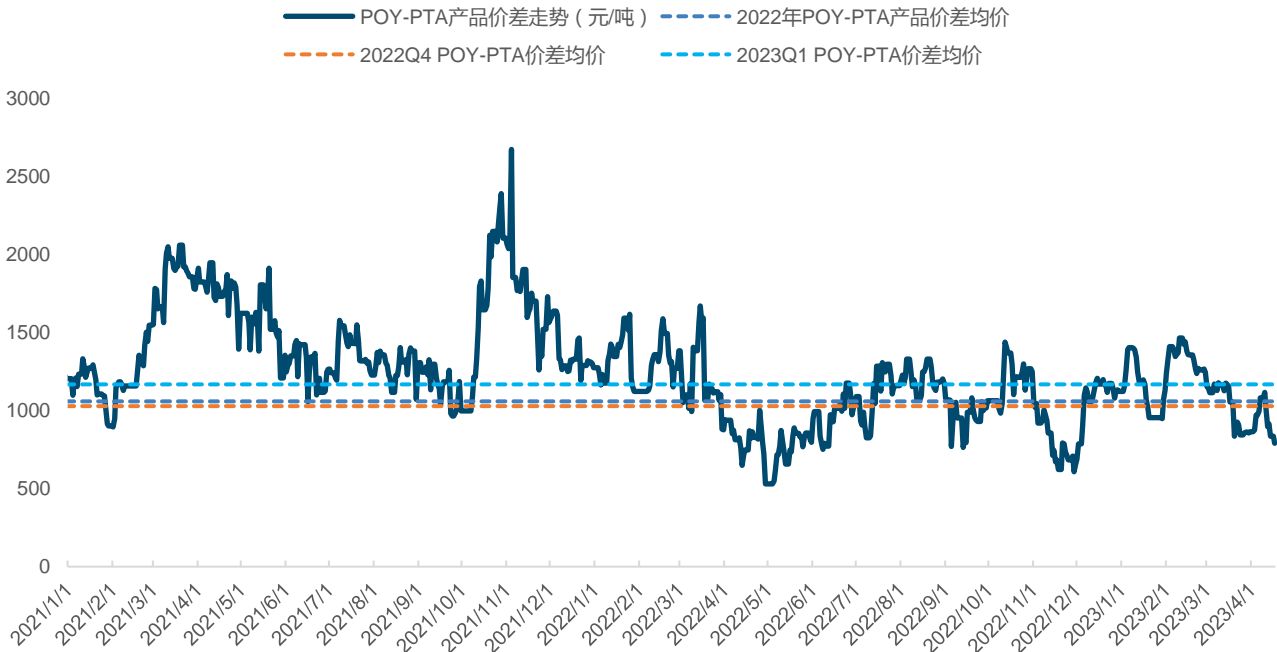


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

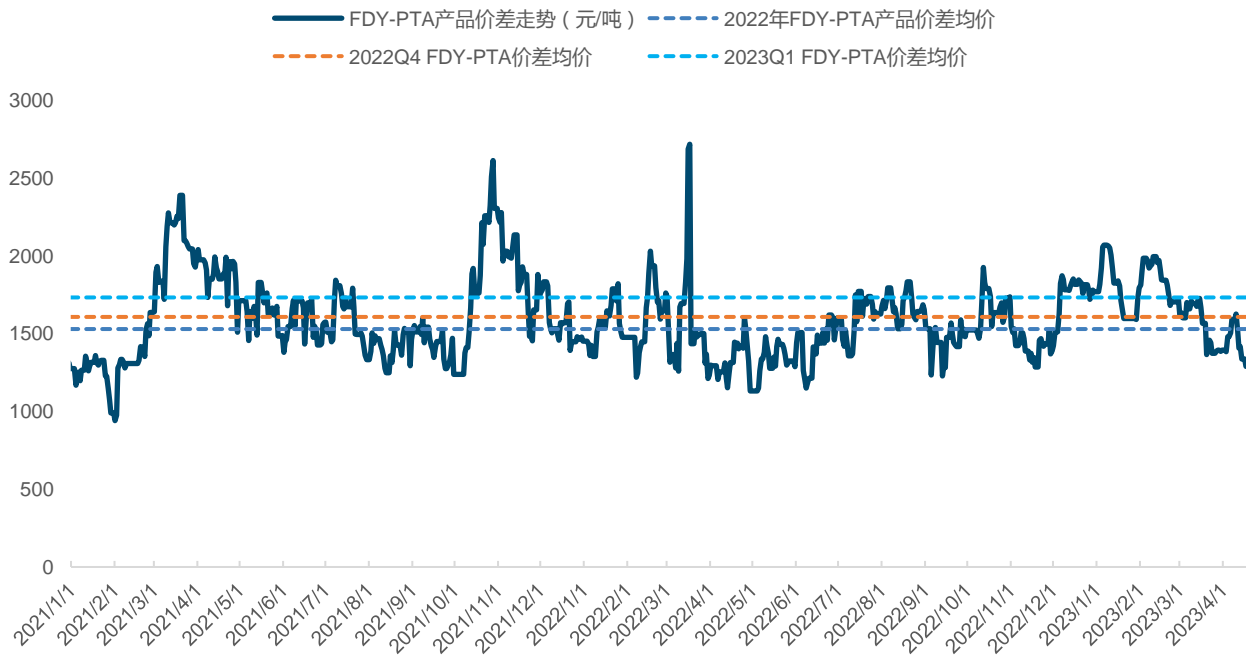
受 2022 年终端需求持续萎靡不振等因素影响, 公司涤纶长丝产品价格差收窄毛利承压。2022 年 POY/FDY/DTY 产品价格差均价分别约为 1061/1531/2304 元/吨, 分别同比减少 27%/6%/19%; 2022Q4 POY/FDY/DTY 产品价格差均价分别约为 1029/1609/2122 元/吨, 分别同比减少 35%/9%/30%, 相较于 Q3 分别环比减少 6.37%/增加 1.74%/减少 8.36%, 公司主要产品涤纶长丝 POY 累库叠加产品价格差收窄拖累公司全年业绩。2023 年伴随终端需求好转, 产品价格差有所修复, 2023Q1 POY/FDY/DTY 产品价格差均价分别约为 1169/1733/2265 元/吨, 分别环比增加 13.57%/7.72%/6.72%, 公司未来业绩或将伴随价差走阔而有所修复。

图表9: 2022Q4 POY-PTA 市场价差持续走弱



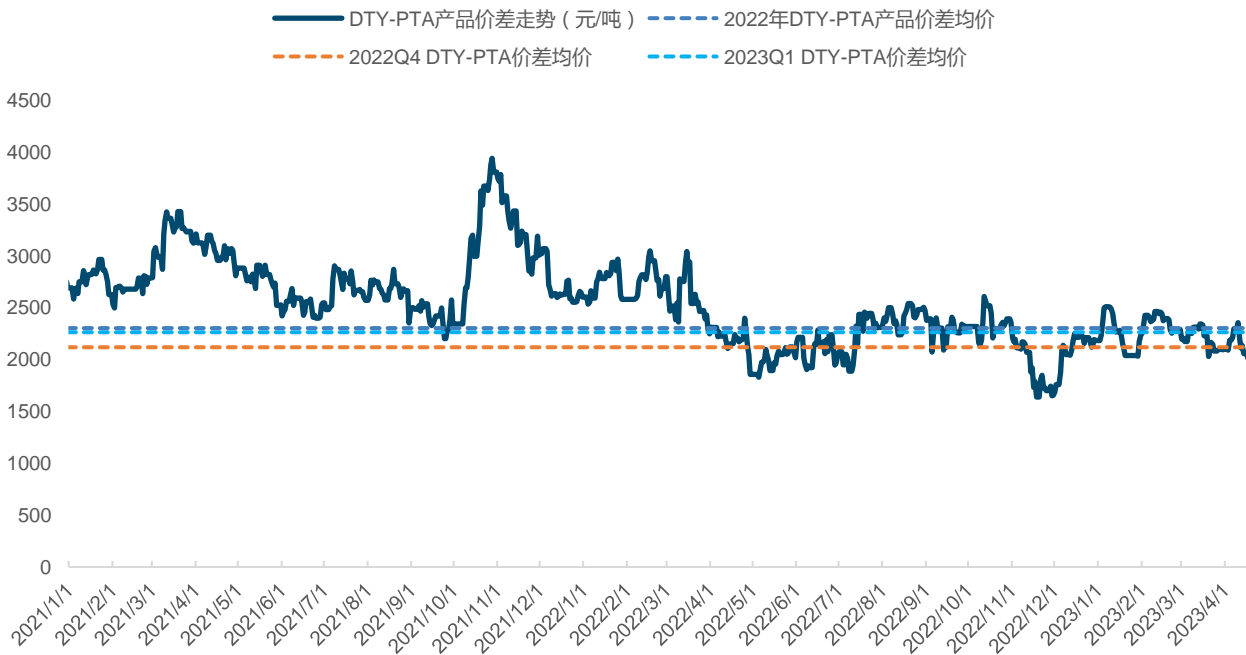
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2022Q4 FDY-PTA 市场价差持续走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

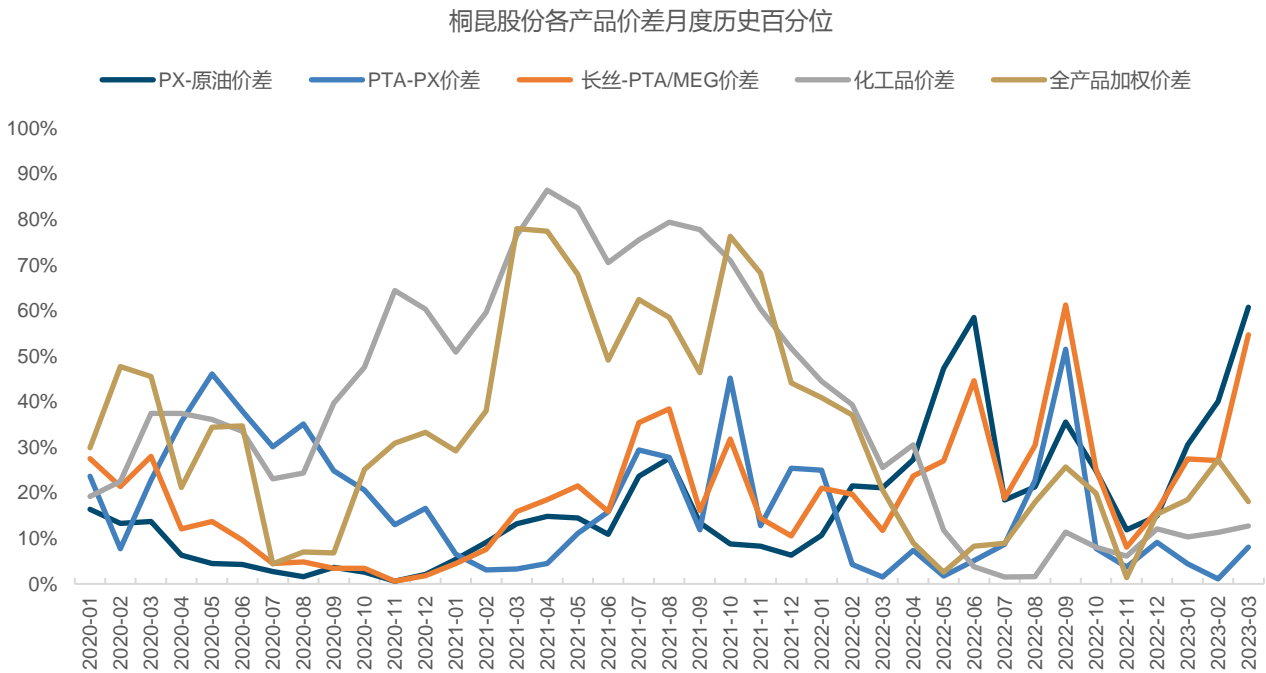
图表11: 2022Q4 DTY-PTA 市场价差持续走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

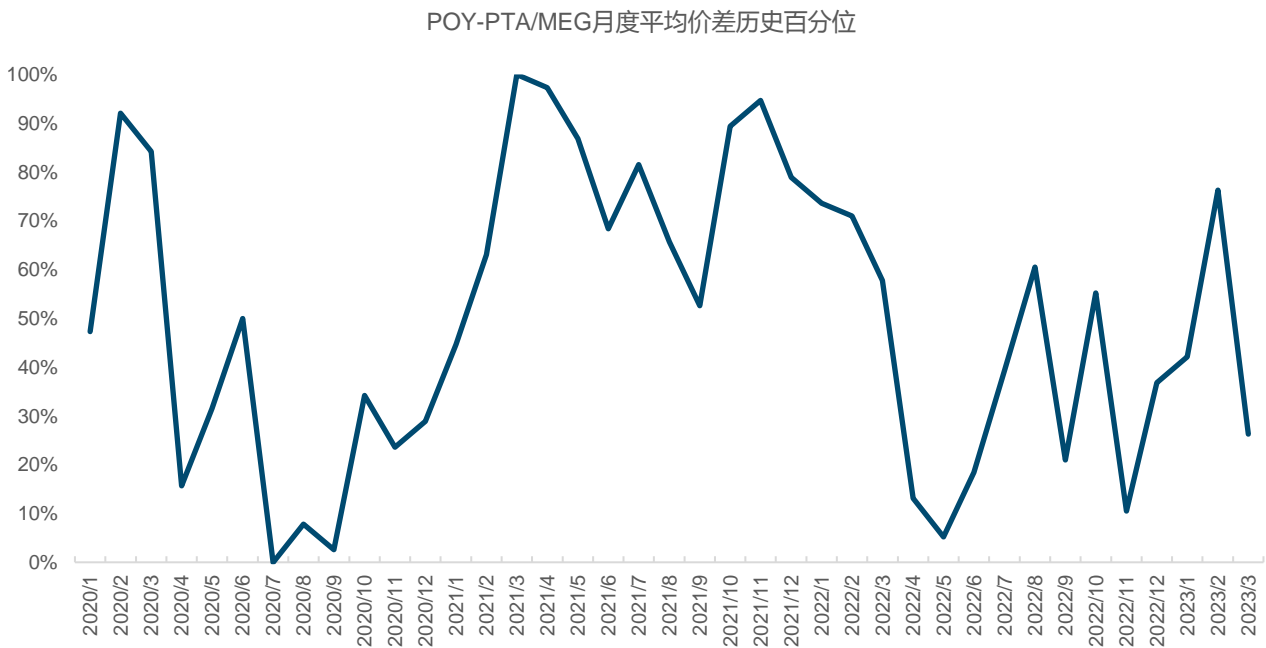
2022 年由于价格波动传导不畅, 桐昆股份各产品价格差所处历史百分位相对于 2021 年均有明显下降, 全年各产品加权价差均值同比收窄 24.15%, 2022Q4 公司全产品加权价差环比收窄 5.04%。价差收窄导致公司利润空间减小, 并对四季度及全年业绩产生一定的负面影响。2023 年伴随国内经济复苏, 终端产品需求有所恢复, 公司各产品价格差恢复显著, 2023Q1 各产品加权价差均值环比走阔 8.37%, 公司未来业绩或将逐步修复。

图表12: 桐昆股份各产品加权价差月度历史百分位



来源: 公司公告, Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表13: POY-PTA/MEG 月度平均价差历史百分位



来源: Wind, iFinD, 国金证券研究所

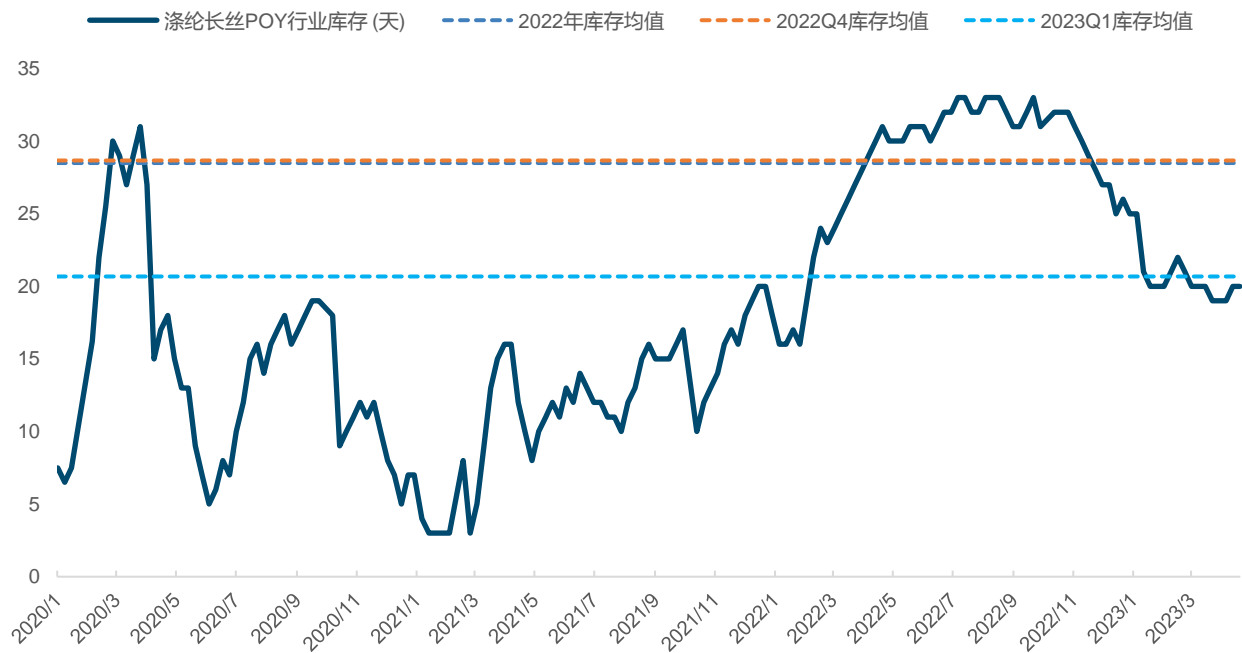
2023 年春节过后, 下游需求逐步回暖, 截至 2023 年 4 月 21 日, 下游织机开工负荷率达到 54.69%, 已恢复至往年同期较高水平。伴随下游需求持续恢复叠加当前价差有所好转, 涤纶长丝持续去库, 开工率持续抬升, 截至 2023 年 4 月 21 日, 涤纶长丝 POY/FDY/DTY 库存分别为 20 天/21 天/27 天, 涤纶长丝开工率为 85.20%。下游市场消费需求持续回暖叠加环节价差修复或将支撑公司未来业绩有所回升。

图表14: 下游织机开工率恢复至较高水平



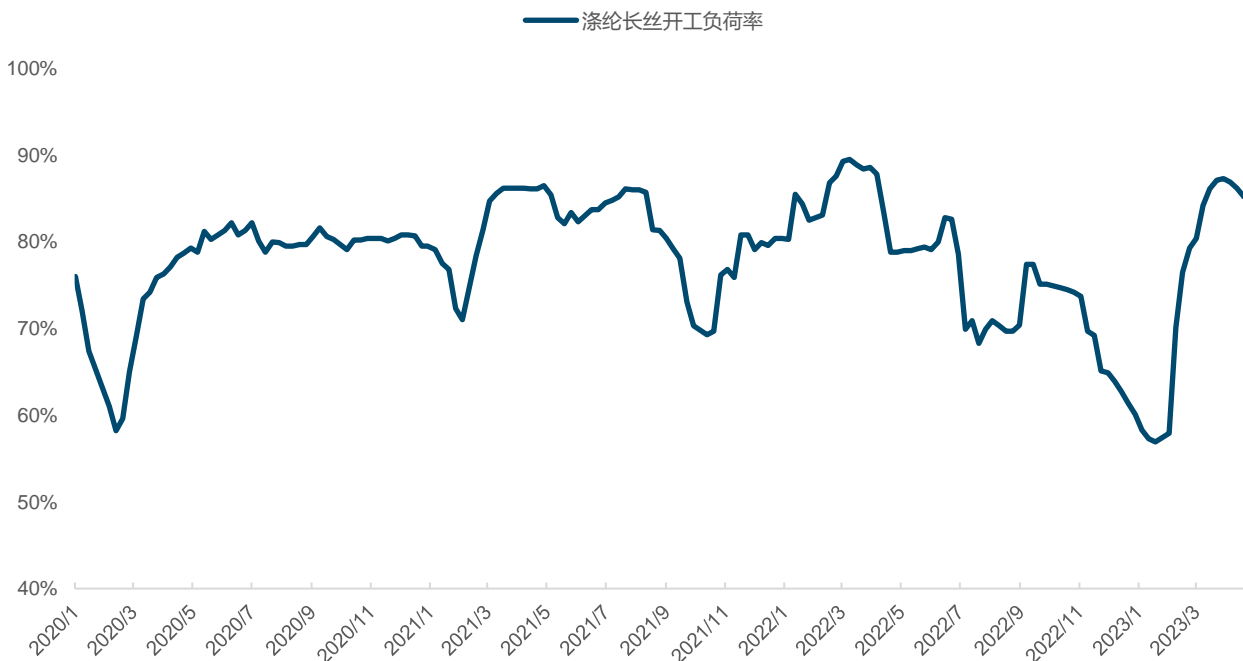
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 涤纶长丝POY行业库存情况



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表 16: 涤纶长丝行业开工负荷率恢复至较高水平



来源: CCFEI, 国金证券研究所

## 2、收购桐昆（香港）、广西桐昆，持续加深大炼化布局

为满足公司业务转型发展的需求，公司于 2023 年 2 月 15 日、3 月 27 日发布公告，分别以支付现金 237.33 万元、支付现金 2.01 亿元的方式收购桐昆(香港)投资有限公司 100% 和广西桐昆石化有限公司 65% 的股权，有助于公司产业链延伸，业务转型升级。

公司自筹资金建设的年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝桐昆（洋口港）聚酯一体化项目及配套项目已部分投产，1#-5#聚酯车间开机生产，6#聚酯车间基本安装完成，7#、8#聚酯车间土建及安装正在进行中，预计 2023 年底全部投产。项目全部投产后将进一步扩大公司聚酯产能，提高公司产业链一体化水平，有望降低生产成本，放大利润空间。

此外，桐昆（沐阳）年产 240 万吨新型绿色功能性纤维项目 CP1 聚酯装置已于 2023Q1 试生产，CP2、CP3 聚酯装置已完成土建，分别预计于 Q2、Q3 投产，CP4 聚纺车间也已完成土建。项目全部建成投产后将进一步提升公司实现聚酯-纺丝-加弹-坯布-染整生产一体化水平。

安徽佑顺年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目、中昆新材料 2×60 万吨/年天然气制乙二醇项目均处于建设期，建设完毕后有望对产业链进行延长、补充、拓展，进而维护供应链安全稳定，降本增效。

## 3、风险提示

- 1) 油价单向大幅波动风险:炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，油价单向大幅波动将很大概率影响企业盈利水平；
- 2) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输:疫情反复及外溢或扰乱终端产品销售及运输；
- 3) 终端需求严重需求恶化:公司一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响；
- 4) 地缘政治风险:原料端包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等，终端销售包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等；
- 5) 项目建设进度不及预期:公司多个项目处于建设中，如项目建设进度不及预期，或对

盈利预测产生影响；

6) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对公司业绩产生负面影响；

7) 其他不可抗力影响。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>45,833</b>	<b>59,131</b>	<b>61,993</b>	<b>76,766</b>	<b>86,011</b>	<b>93,546</b>
增长率		29.0%	4.8%	23.8%	12.0%	8.8%
主营业务成本	-42,937	-52,615	-59,988	-71,322	-78,076	-84,710
%销售收入	93.7%	89.0%	96.8%	92.9%	90.8%	90.6%
毛利	2,895	6,516	2,005	5,445	7,935	8,836
%销售收入	6.3%	11.0%	3.2%	7.1%	9.2%	9.4%
营业税金及附加	-90	-147	-152	-154	-172	-187
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-79	-80	-101	-123	-138	-150
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-688	-995	-1,193	-1,535	-1,720	-1,871
%销售收入	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,042	-1,460	-1,655	-1,919	-2,150	-2,339
%销售收入	2.3%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>995</b>	<b>3,835</b>	<b>-1,095</b>	<b>1,714</b>	<b>3,755</b>	<b>4,289</b>
%销售收入	2.2%	6.5%	n.a	2.2%	4.4%	4.6%
财务费用	-327	-327	-427	-1,026	-1,205	-1,170
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%	1.4%	1.3%
资产减值损失	7	-33	-174	-152	-14	-14
公允价值变动收益	50	-20	30	0	0	0
投资收益	2,173	4,438	1,232	2,424	4,697	7,021
%税前利润	72.4%	55.6%	-378.6%	81.9%	64.9%	69.3%
<b>营业利润</b>	<b>2,969</b>	<b>7,995</b>	<b>-363</b>	<b>2,960</b>	<b>7,233</b>	<b>10,127</b>
营业利润率	6.5%	13.5%	n.a	3.9%	8.4%	10.8%
营业外收支	33	-18	37	0	0	0
税前利润	3,003	7,977	-325	2,960	7,233	10,127
利润率	6.6%	13.5%	n.a	3.9%	8.4%	10.8%
所得税	-147	-625	462	-444	-1,085	-1,519
所得税率	4.9%	7.8%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,856	7,352	136	2,516	6,148	8,608
少数股东损益	10	20	6	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,847</b>	<b>7,332</b>	<b>130</b>	<b>2,516</b>	<b>6,148</b>	<b>8,608</b>
净利率	6.2%	12.4%	0.2%	3.3%	7.1%	9.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,856	7,352	136	2,516	6,148	8,608
少数股东损益	10	20	6	0	0	0
非现金支出	2,061	2,426	2,897	3,384	3,758	4,275
非经营收益	-1,831	-3,735	-1,101	-1,163	-3,285	-5,559
营运资金变动	261	-3,249	-860	-3,166	975	135
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,347</b>	<b>2,794</b>	<b>1,073</b>	<b>1,572</b>	<b>7,597</b>	<b>7,459</b>
资本开支	-3,889	-10,046	-15,019	-5,460	-6,056	-5,174
投资	-3,720	-36	-13	0	0	0
其他	3,076	-440	-1,260	2,424	4,697	7,021
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,533</b>	<b>-10,521</b>	<b>-16,292</b>	<b>-3,035</b>	<b>-1,359</b>	<b>1,847</b>
股权募资	1	2,032	141	0	0	0
债权募资	3,552	10,916	16,757	2,250	1,849	1,175
其他	-849	-2,407	-4,072	-2,333	-3,872	-4,906
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,704</b>	<b>10,541</b>	<b>12,825</b>	<b>-84</b>	<b>-2,022</b>	<b>-3,731</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,518</b>	<b>2,812</b>	<b>-2,390</b>	<b>-1,547</b>	<b>4,216</b>	<b>5,576</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,726	11,332	11,670	10,117	14,328	19,899
应收款项	478	846	1,453	1,392	1,560	1,697
存货	2,865	5,341	7,386	7,430	8,134	8,825
其他流动资产	507	1,222	1,954	2,144	1,115	2,251
<b>流动资产</b>	<b>10,575</b>	<b>18,741</b>	<b>22,462</b>	<b>21,083</b>	<b>25,136</b>	<b>32,671</b>
%总资产	22.5%	26.9%	24.9%	23.2%	25.8%	30.9%
长期投资	12,820	17,254	18,568	18,568	18,568	18,568
固定资产	21,062	27,753	43,881	46,007	48,269	49,133
%总资产	44.8%	39.8%	48.7%	50.6%	49.6%	46.4%
无形资产	1,598	1,990	2,294	2,397	2,449	2,500
非流动资产	36,413	50,954	67,678	69,908	72,223	73,139
%总资产	77.5%	73.1%	75.1%	76.8%	74.2%	69.1%
<b>资产总计</b>	<b>46,989</b>	<b>69,695</b>	<b>90,140</b>	<b>90,991</b>	<b>97,359</b>	<b>105,811</b>
短期借款	7,642	14,899	22,852	27,601	27,951	28,126
应付款项	6,783	9,009	12,960	10,880	11,911	12,923
其他流动负债	1,734	2,914	3,266	2,505	2,306	3,408
流动负债	16,159	26,822	39,077	40,986	42,167	44,456
长期贷款	3,608	6,376	15,315	12,815	14,315	15,315
其他长期负债	1,466	492	741	673	671	670
负债	21,234	33,690	55,134	54,475	57,154	60,441
<b>普通股股东权益</b>	<b>25,672</b>	<b>35,836</b>	<b>34,698</b>	<b>36,208</b>	<b>39,897</b>	<b>45,061</b>
其中：股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411	2,411
未分配利润	11,656	18,531	17,953	19,463	23,152	28,316
少数股东权益	82	169	308	308	308	308
<b>负债股东权益合计</b>	<b>46,989</b>	<b>69,695</b>	<b>90,140</b>	<b>90,991</b>	<b>97,359</b>	<b>105,811</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.296	3.041	0.054	1.044	2.550	3.570
每股净资产	11.685	14.863	14.391	15.017	16.547	18.689
每股经营现金净流	1.524	1.159	0.445	0.652	3.151	3.094
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.417	1.020	1.428
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.09%	20.46%	0.38%	6.95%	15.41%	19.10%
总资产收益率	6.06%	10.52%	0.14%	2.77%	6.31%	8.13%
投入资本收益率	2.47%	6.17%	0.63%	1.89%	3.87%	4.11%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-9.39%	29.01%	4.84%	23.83%	12.04%	8.76%
EBIT增长率	-74.54%	285.33%	#####	-256.45%	119.09%	14.24%
净利润增长率	-1.31%	157.58%	-98.22%	1832.51%	144.32%	40.01%
总资产增长率	17.47%	48.32%	29.34%	0.94%	7.00%	8.68%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	1.7	1.6	3.4	3.4	3.4	3.4
存货周转天数	23.7	28.5	38.7	38.8	38.8	38.8
应付账款周转天数	25.9	24.9	41.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	149.4	115.2	137.8	115.8	104.7	96.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	22.14%	27.61%	74.29%	81.63%	68.27%	50.81%
EBIT利息保障倍数	3.0	11.7	-2.6	1.7	3.1	3.7
资产负债率	45.19%	48.34%	61.16%	59.87%	58.70%	57.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-16	买入	26.85	46.30~46.30
2	2021-08-17	买入	26.87	50.30~50.30
3	2021-10-31	买入	19.94	48.00~48.00
4	2022-01-30	买入	20.67	46.50~46.50
5	2022-04-28	买入	14.30	N/A
6	2022-08-23	买入	15.58	N/A
7	2022-10-30	买入	12.53	N/A
8	2023-01-31	买入	15.35	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

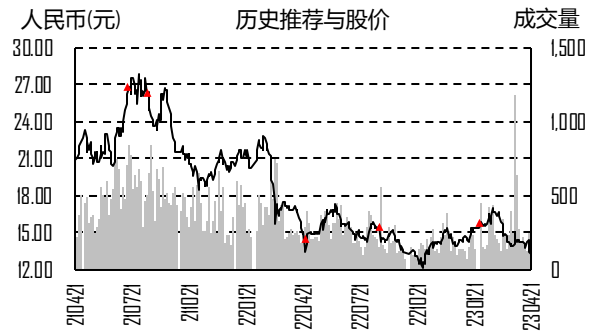
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0= 增持； 2.01~3.0= 中性
- 3.01~4.0= 减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402