

## 恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 17.51 元

目标价格 (人民币): 22.76 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	70.39
已上市流通 A 股(亿股)	46.32
总市值(亿元)	1,232.55
年内股价最高最低(元)	17.51/14.54
沪深 300 指数	4155
上证指数	3075

## 相关报告

1. 《预测恒力石化 19 年业绩同比增长超 160%—《2020-01-...》, 2020.1.8
2. 《再创历史: 恒力 Q3 利润超万华 22%—《2019-10-26 公...》, 2019.10.27
3. 《预测恒力 Q3 中性业绩对标万华同期最好水平—《2019-10-...》, 2019.10.9
4. 《恒力中报解读——未来有望百亿利润做起点—《2019-08-0...》, 2019.8.11
5. 《如果百亿利润仅是盈利下限? 附测算依据!—《2019-08-0...》, 2019.8.7

刘蒙 联系人  
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

## 上调恒力石化市值目标至 1600 亿!

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.658	1.544	2.037	2.285
每股净资产(元)	2.53	5.46	6.73	8.42	10.49
每股经营性现金流(元)	0.06	0.82	4.29	4.80	6.10
市盈率(倍)	20.26	20.15	11.34	8.60	7.66
净利润增长率(%)	45.73%	93.25%	227.00%	31.98%	12.15%
净资产收益率(%)	24.03%	12.04%	31.94%	33.69%	30.33%
总股本(百万股)	2,825.69	5,052.79	7,039.10	7,039.10	7,039.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2019 年度, 恒力石化预计实现归属于上市公司股东的净利润为 **109 亿元**左右, 同比增加 **228.06%**。扣除非经常性损益事项后, 2019 年度恒力石化预计实现归属于上市公司股东净利润为 **101.3 亿元**左右, 同比增加 **262.68%**。
- **恒力石化四季度盈利大幅度超出预期。**在炼化-PX-PTA-聚酯行业景气周期大幅下行触及过去 15 年 (2004 年至今) 的历史最差景气度的情况下, 公司盈利却逆景气周期持续创出新高。恒力石化充分验证了炼化行业的核心资产地位。在投产首年, 炼厂装置仅开车运营 3 个季度, 化工装置尚未投产情况下, 恒力石化验证了我们对恒力在全行业普遍亏损的景气底部获取百亿利润超额收益的判断。
- **恒力石化被严重低估:** 考虑到公司在行业景气度处于长周期大幅下行时期的业绩增速普遍高于许多处于景气上行的行业, 而未来行业景气度一旦回暖业绩弹性巨大, 我们认为市场对当前恒力石化估值存在严重低估。
- 大炼化行业在四季度出现 PX-PTA 与聚酯环节盈利恶化情况下, 恒力石化业绩显著超预期, 并完成了炼油装置投产首年三个季度 (化工装置未投产) 净利润超百亿, 验证我们认为恒力石化以百亿利润为底线的核心论点, 也充分体现了恒力石化是石化行业的核心资产观点。
- **恒力石化业绩超预期, 我们认为主要有以下几种潜在可能性:**
  - (1) 恒力石化四季度产能负荷相比于三季度有一定程度提升。
  - (2) 恒力石化公司公告收到 2017-2018 年度的税收返还 3.71 亿元。
  - (3) **四季度人民币兑美元汇率出现了比较明显增值现象。**
  - (4) 四季度油价相比 3 季度有一定程度的上涨, 公司获取库存收益。
  - (5) 恒力石化四季度产品结构进一步优化, 根据市场情况调节产品结构从而获取部分超额收益。

## 盈利调整

- 我们提升 2019 年全年公司盈利至公司预告的 109 亿元, 上调幅度 23.8%。微调公司 2020 年/2021 年实现净利润 143/161 亿的盈利预测。我们上调恒力石化未来 12 个月目标价 11.1%至 22.76 元, 对应公司 2019-2021 年市盈率 11.34/8.60/7.66 倍, 维持公司“买入”评级。

## 风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险
2. 纺织服装严重需求恶化
3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险
4. 地缘政治风险
5. 项目进度不及预期
6. 公司股票大规模解禁风险
7. 美元汇率大幅波动风险
8. 行业竞争严重加剧
9. 全球经济周期下行风险
10. 其他不可抗力造成影响

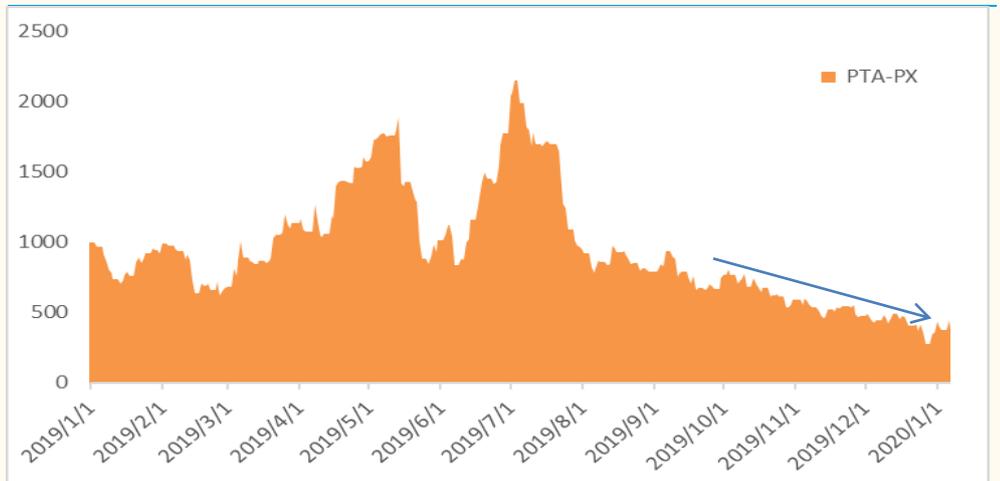
## 恒力石化是全球炼化产业本轮扩产周期的核心资产

- 恒力石化是目前石化行业逆周期状态下，仍然具备显著超额收益和业绩增长的核心资产。在炼化行业处在不景气周期，PX-PTA 均处于行业平均利润为零甚至亏损，聚酯进入淡季的情况下，恒力石化在 2019 年四季度单季度实现净利 40 亿元，扣非归母净利 33 亿元，显著大超预期！在化工装置没有投产，炼油装置仅投产三个季度的情况下，利润超过百亿，验证了我们对恒力石化百亿利润为起点的底部。
- 在 2020 年恒力石化乙烯装置投产之后，恒力石化炼化协同效应将会充分体现。我们认为，恒力石化是在行业不景气条件下，仍然具备显著超额收益的优质资产。

## 炼化与聚酯产业链行业四季度大幅下行触及长周期底部

- 聚酯产业链 PTA 四季度出现了显著收窄。在 PTA 不盈利甚至出现了短期亏损的情况下，行业进入洗牌。区位优势差，装置规模小的 PTA 企业存在着整合甚至关停可能。

图表 1: PTA-0.655\*PX 价差 (单位: 元/吨)



来源: WIND, ccfci, 国金证券研究所

- 四季度伴随着恒逸文莱项目满产以及浙石化一期项目全面投产，PX-原油价差维持稳定。PX 利润碰触日韩落后产能成本线，而具备超额收益的企业超额利润依然维持。

图表 2: PX-原油价差 (右轴, 元/吨)



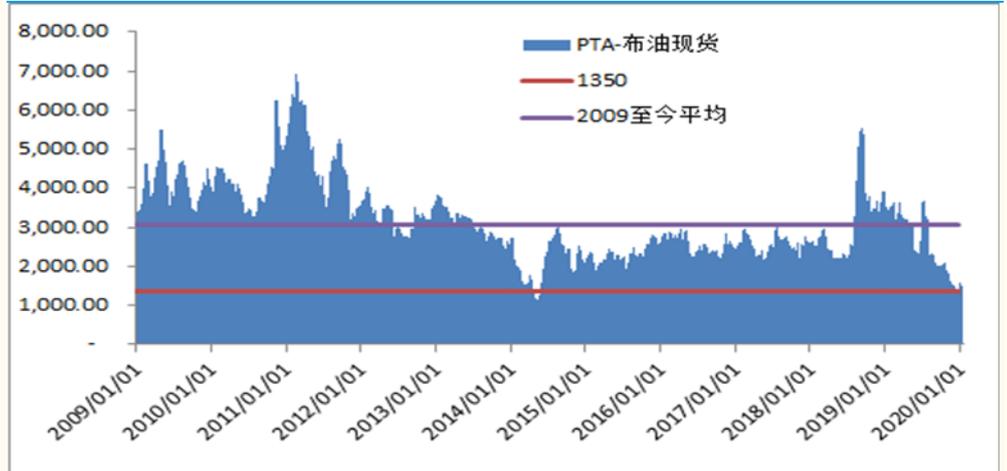
来源: ccfci, 国金证券研究所

- 从长周期景气度看，炼化 PX-PTA 价差触及过去 15 年（2004 年至今）的最底部位置，导致市场对于行业普遍悲观，然而，我们需要特别提到的是：

行业龙头在景气大幅下行时依靠巨大的成本优势获取业绩大幅增长，增幅甚至超过一些景气上行的行业，而估值却反映的是业绩下行的预期，存在极大预期差！

- 聚酯产业在四季度进入行业淡季。在中美贸易摩擦影响纺服终端，以及行业库存持续下移的情况下，聚酯产业利润维持低位。其中 POY 与 DTY 的利润相对正常，而 FDY 利润缩窄至零。

图表 3: PTA-布油价差 (元/吨)



来源: ccfci, wind, 国金证券研究所

炼化产业四季度伴随着 IMO2020 新规落地，低硫船燃以及柴油相对于高硫部分溢价显著，而国内汽油维持较低利润。伴随着原油价格的持续上涨，下游化学品利润难有改善，普遍出现化学品利润空间缩窄的现象。

- 四季度出现了较多的风险事件，中远制裁以及美伊突发事件对油价造成了脉冲式的扰动。整体四季度原油价差有一定幅度增长。
- 汇率端，四季度人民币相对于美元出现了较大幅度的增值。由于国内炼厂原油采用美元进行采购，而成品油在国内销售，因而恒力石化是天然的人民币多头。在人民币升值的过程中能够充分受益，而在人民币贬值时，会存在一定程度的汇兑损失。**四季度多数炼厂存有一定程度的汇兑收益。我们认为，汇兑损益是我们在测算利润时忽视的重要因素。**

图表 4: Brent 油价 (美元/桶) 与人民币汇率



来源: WIND, 国金证券研究所

- 原油价格在四季度有一定幅度增长。我们认为，库存收益也能够为企业带来一定的库存收益。

## 恒力石化四季度超预期的主要原因

### 1. 恒力石化生产稳定，四季度有望满负荷运转

- 恒力石化在三季度装置并没有实现满负荷运转，四季度有望负荷持续提升，并逐步实现满产。

### 2. 税收补贴

- 根据恒力石化的公司公告，恒力石化（大连）有限公司收到 3.71 亿元 2017 年与 2018 年税收补贴。

### 3. 民营体制优越性，炼油装置产品结构优化，存有套利空间

- 恒力石化装置有望通过及时调整产品结构，使用下面所述可能存在的套利手段，理论上测算助力四季度单季度套利达 7 亿元以上。

我们认为可能套利的方式主要有以下几种：

- (1) 通过销售石脑油，MTBE，烷基化油与甲苯/碳九芳烃化工品，减少出售汽油。
- (2) 通过增加粗白油 10#，15#，32#，减少柴油，航煤与基础油的销售。
- (3) 未来存在增加销售低硫柴油，减少柴油加裂装置负荷。从而进行柴油-石脑油价差套利的情况。
- (4) 在石脑油利润高增的情况下，如果 2~2.5 倍石脑油利润超出 PX 利润，也不排除减少 PX 产出，多出售重石脑油（环烷基石脑油）的套利方式。

由于三桶油普遍存在着一定的销售计划，从而使得炼厂生产方案的调节相对滞后。民营炼化公司存在快速调整原油种类以及产品方案的能力，存在更好的灵活性，更好的实现套利。

### 4. 恒力石化受益于四季度人民币升值

恒力石化由于使用美元采购原油，而成品油出售是以人民币作为结算货币，因此恒力石化是天然的人民币多头。四季度人民币汇率出现了较大幅度的升值，这也为恒力石化的利润增厚贡献利润。

四季度人民币升值是我们在预测报告中缺乏的一个关键要素。

目前市场中存在一种明显偏离现实的观点：乙烯装置不投产的情况下，就能够将炼厂干气中的轻烃提取出来，作为 LPG 进行出售。

恒力石化炼厂干气回收装置采用的是 Technip (Stone&Webster) 的深冷油回收技术。炼厂干气回收需要在深冷 (-101 度冷剂制冷) 的条件下，使用深冷碳三去进行油吸收分离。由于炼厂不存在乙烯制冷系统，无法提供如此低级位的冷剂。另外，如果乙烯装置的制冷压缩机仅仅为干气回收一套装置提供冷量，那么制冷压缩机的负荷无法达到丙烯/乙烯制冷压缩机的操作弹性 (60%-110%) 的下限，无法启动。因此在乙烯装置尚未投产情况下，炼厂干气中轻烃无法提取出来作为 LPG 进行销售。因而恒力石化目前四季度利润并不会包含炼厂干气回收利润。

## 恒力石化乙烯装置有望在一季度投产，炼化协同效应将会体现

乙烯装置投产带来的协同效应主要有以下几点：

- (1) 炼厂干气在乙烯装置投产之后，将从炼厂燃料气转变为乙烯装置原料。原料轻质化一方面烯烃收率增长，另一方面化工原料定价相对于燃值定价溢价显著。

干气回收装置将炼厂干气中的 108 万吨轻烃提取出来，作为乙烯装置的原料。轻烃原料符合乙烯装置原料轻质化的特点，具备较高的烯烃收

率。

替换干气的部分为煤制气，成本低廉。作为化工原料定价相对于燃值定价，轻烃价值增值达到 1000-2000 元每吨。

**(2) 乙烯装置副产氢气将成为炼油装置油品加氢的重要氢气来源。**

乙烯装置副产氢气是炼厂油品加氢精制的重要组成部分。炼厂的氢气的主要来源为重整氢气，乙烯副产氢气，石油焦/煤/天然气制氢。而对于恒力乙烯，副产氢气占全厂氢气比例

**(3) 乙烯装置的裂解汽油加氢装置产出加氢碳六-碳八组分具备高芳潜，将会成为 PX 装置的重要原料。**

乙烯装置下属裂解汽油加氢装置主要流程为前脱碳五，后脱碳九，两段加氢，然后稳定。其中核心组分加氢的碳六-碳八将会成为重要的芳烃原料。

一方面，加氢后碳六-碳八能够部分替代重整芳烃；另外一方面，加氢裂解汽油组分减少对外石脑油采购。

恒力石化在行业不景气周期，炼厂首年投产且运行仅三个季度，实现盈利 109 亿元，提前实现了我们百亿利润为底线的预期，并有望在乙烯装置投产后炼化协同盈利再创新高。2020 年在 PTA 盈利大幅下滑的预期下，恒力石化乙烯装置投产，对冲 PTA 盈利下滑，持续实现公司盈利高增长。

我们持续推荐具备在行业景气度 (beta) 较弱情况下具备大规模超额利润 (高 alpha) 的恒力石化，维持公司买入评级，微调 2020-2021 年全年盈利预期至 143 亿元/161 亿元，并上调目标价至 22.76 元，上调幅度 11.1%，目标价对应市值 1603 亿元。

## 风险提示

### 1. 原油单向大规模下跌风险

- 美国页岩油在 2019 年下半年管道投放出现放量，总量约合 200 万桶每天。加之沙特原油产量已经恢复正常，而伊朗原油出口始终难以归零，对油价造成一定压制。虽然 OPEC 不断减产，仍然存在油价持续单向大幅下跌的风险，会给炼化装置带来原油与产品的库存损失风险。

### 2. 项目进度/负荷不及预期

#### 2.1 装置负荷波动

- 项目由于初次投产，期间可能存在新设备/新工艺的装置出现波动情况，从而影响装置负荷，从而使装置无法达到满负荷运行。

#### 2.2 化工装置投产进度不及预期的风险

### 3. 纺织服装严重需求恶化

- 中美贸易战持续反复，对于聚酯下游的成衣产业链多次产生冲击。在不可抗力政策出台条件下，存在纺织服装严重需求恶化的风险。

### 4. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险

- 国内成品油出口需要发改委配额，目前恒力石化尚不具备成品油出口配额。然而对于化学品而言，管控相对较松，可以自由贸易。恒力石化由于不具备成品油批零环节以及出口配额，因此存在成品油销售风险。

### 5. 地缘政治风险

### 6. 公司股票大规模解禁风险

### 7. 美元汇率大幅波动风险

### 8. 行业竞争严重加剧

### 9. 全球经济周期下行风险

### 10. 其他不可抗力造成影响

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	19,240	22,288	60,067	107,409	146,951	165,997	货币资金	2,564	2,417	12,323	15,198	16,980	17,883
增长率		15.8%	169.5%	78.8%	36.8%	13.0%	应收账款	3,729	3,374	5,352	9,957	11,872	12,445
主营业务成本	-16,650	-18,662	-52,413	-86,662	-118,597	-135,361	存货	1,819	2,314	18,479	16,620	16,246	16,688
%销售收入	86.5%	83.7%	87.3%	80.7%	80.7%	81.5%	其他流动资产	580	772	3,426	2,710	2,546	2,975
毛利	2,590	3,626	7,654	20,747	28,354	30,636	流动资产	8,692	8,876	39,579	44,485	47,645	49,991
%销售收入	13.5%	16.3%	12.7%	19.3%	19.3%	18.5%	%总资产	44.1%	45.1%	31.6%	27.7%	28.7%	30.4%
营业税金及附加	-125	-119	-325	-1,492	-2,196	-2,231	长期投资	82	5	36	36	36	36
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	1.4%	1.5%	1.3%	固定资产	10,203	9,582	70,064	98,843	101,829	98,333
销售费用	-193	-206	-543	-1,074	-2,057	-2,324	%总资产	51.8%	48.7%	55.9%	61.6%	61.3%	59.8%
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	无形资产	720	990	4,971	5,509	5,637	5,564
管理费用	-525	-1,041	-620	-1,074	-2,204	-2,573	非流动资产	11,007	10,808	85,663	115,933	118,557	114,493
%销售收入	2.7%	4.7%	1.0%	1.0%	1.5%	1.6%	%总资产	55.9%	54.9%	68.4%	72.3%	71.3%	69.6%
研发费用	0	0	-834	-1,289	-1,763	-1,992	<b>资产总计</b>	<b>19,699</b>	<b>19,684</b>	<b>125,242</b>	<b>160,418</b>	<b>166,202</b>	<b>164,485</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	6,132	7,767	25,561	33,616	30,191	20,049
息税前利润 (EBIT)	1,747	2,260	5,331	15,817	20,134	21,516	应付款项	5,519	2,731	28,417	33,553	33,198	36,186
%销售收入	9.1%	10.1%	8.9%	14.7%	13.7%	13.0%	其他流动负债	134	221	238	779	1,047	1,182
财务费用	-488	-383	-1,478	-3,901	-4,380	-3,781	流动负债	11,785	10,719	54,216	67,948	64,437	57,417
%销售收入	2.5%	1.7%	2.5%	3.6%	3.0%	2.3%	长期贷款	690	497	40,067	54,567	55,067	49,567
资产减值损失	3	1	-59	-19	-6	-3	其他长期负债	1,189	1,113	3,052	3,527	3,727	4,027
公允价值变动收益	0	-9	11	0	0	0	<b>负债</b>	<b>13,664</b>	<b>12,329</b>	<b>97,334</b>	<b>126,042</b>	<b>123,231</b>	<b>111,010</b>
投资收益	0	6	108	85	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,860</b>	<b>7,155</b>	<b>27,588</b>	<b>34,022</b>	<b>42,567</b>	<b>53,020</b>
%税前利润	0.0%	0.3%	2.6%	0.7%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,826	2,826	5,053	5,053	5,053	5,053
营业利润	1,262	2,035	4,119	11,983	15,748	17,732	未分配利润	1,875	3,019	2,087	9,149	18,470	28,923
营业利润率	6.6%	9.1%	6.9%	11.2%	10.7%	10.7%	少数股东权益	175	200	321	355	404	454
营业外收支	136	2	21	840	1,181	1,246	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,699</b>	<b>19,684</b>	<b>125,243</b>	<b>160,418</b>	<b>166,202</b>	<b>164,485</b>
税前利润	1,398	2,037	4,140	12,822	16,929	18,978	<b>比率分析</b>						
利润率	7.3%	9.1%	6.9%	11.9%	11.5%	11.4%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-253	-293	-738	-1,923	-2,539	-2,847	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.1%	14.4%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.418	0.608	0.658	1.544	2.037	2.285
净利润	1,145	1,745	3,402	10,899	14,389	16,132	每股净资产	2.074	2.532	5.460	6.733	8.424	10.493
少数股东损益	-34	25	80	34	50	50	每股经营现金净流	0.258	0.055	0.818	4.293	4.803	6.099
归属于母公司的净利润	1,180	1,719	3,323	10,865	14,340	16,082	每股股利	0.150	0.250	0.350	0.753	0.993	1.114
净利率	6.1%	7.7%	5.5%	10.1%	9.8%	9.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.13%	24.03%	12.04%	31.94%	33.69%	30.33%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	5.99%	8.73%	2.65%	6.77%	8.63%	9.78%
净利润	1,145	1,745	3,402	10,899	14,389	16,132	投入资本收益率	11.13%	12.39%	4.68%	10.97%	13.35%	14.86%
少数股东损益	-34	25	80	34	50	50	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,064	1,004	1,942	4,136	8,077	9,767	主营业务收入增长率	2188.56%	15.84%	169.51%	78.82%	36.81%	12.96%
非经营收益	366	315	1,133	3,183	3,472	2,841	EBIT增长率	N/A	29.36%	135.87%	196.70%	27.29%	6.87%
营运资金变动	-1,845	-2,908	-2,346	3,471	-1,670	2,076	净利润增长率	-585.33%	45.73%	93.25%	227.00%	31.98%	12.15%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>730</b>	<b>156</b>	<b>4,131</b>	<b>21,690</b>	<b>24,268</b>	<b>30,816</b>	总资产增长率	579.96%	-0.07%	536.26%	28.09%	3.61%	-1.03%
资本开支	-375	-611	-35,364	-33,531	-9,504	-4,449	<b>资产管理能力</b>						
投资	-638	0	0	157	200	-400	应收账款周转天数	3.5	0.9	1.6	9.0	8.8	8.6
其他	698	-216	2,934	85	0	0	存货周转天数	27.1	40.4	72.4	70.0	50.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-315</b>	<b>-827</b>	<b>-32,430</b>	<b>-33,289</b>	<b>-9,304</b>	<b>-4,849</b>	应付账款周转天数	10.9	11.9	59.4	80.0	60.0	55.0
股权募资	1,560	0	7,194	-628	-776	0	固定资产周转天数	188.9	154.3	146.2	221.1	235.1	198.0
债权募资	-1,321	1,943	31,512	23,040	-2,724	-15,342	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,795	-917	-4,440	-7,939	-9,681	-9,721	净负债/股东权益	70.24%	79.49%	190.84%	212.18%	158.79%	96.66%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,556</b>	<b>1,026</b>	<b>34,265</b>	<b>14,473</b>	<b>-13,181</b>	<b>-25,063</b>	EBIT利息保障倍数	3.6	5.9	3.6	4.1	4.6	5.7
<b>现金净流量</b>	<b>-1,141</b>	<b>355</b>	<b>5,967</b>	<b>2,875</b>	<b>1,782</b>	<b>903</b>	资产负债率	69.37%	62.63%	77.72%	78.57%	74.15%	67.49%

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
买入	0	3	4	17	36
增持	0	1	3	11	24
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.25	1.43	1.39	1.54

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-07	买入	10.91	20.49~20.49
2	2019-08-11	买入	12.30	20.49~20.49
3	2019-10-09	买入	14.94	20.49~20.49
4	2019-10-27	买入	16.36	20.49~20.49
5	2020-01-08	买入	16.28	20.49~20.49

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。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH