

## 荣盛石化 (002493.SZ) 买入 (维持评级)

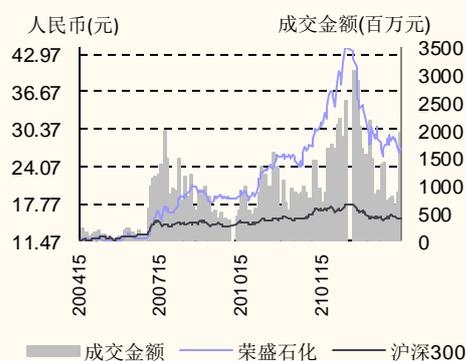
公司点评

市场价格 (人民币): 26.95 元

目标价格 (人民币): 43.52 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	67.50
已上市流通 A 股(亿股)	62.75
总市值(亿元)	1,819.22
年内股价最高最低(元)	44.10/11.47
沪深 300 指数	4981
深证成指	13738



## 相关报告

1.《高成长大弹性巨头起航! - 《2020-11-16 荣盛石化公司深...》, 2020.11.17

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

陈律楼 联系人  
chenlvlu@gjzq.com.cn

## 高增长大弹性持续验证!

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	82,500	107,265	165,096	206,781	218,791
营业收入增长率	-9.76%	30.02%	53.91%	25.25%	5.81%
归母净利润(百万元)	2,207	7,309	12,345	17,274	18,153
归母净利润增长率	37.28%	231.17%	68.91%	39.93%	5.09%
摊薄每股收益(元)	0.351	1.083	1.829	2.559	2.689
每股经营性现金流净额	-0.34	2.58	3.75	6.21	6.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.78%	19.77%	27.89%	31.62%	27.71%
P/E	35.32	25.50	14.74	10.53	10.02
P/B	3.46	5.04	4.11	3.33	2.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

公司于 2021 年 4 月 14 日发布 2020 年年报及 2021Q1 业绩预告, 全年实现营业收入 1072.6 亿元, 同比增长 30.02%; 归母净利润为 73.1 亿元, 同比增长 231.17%; 2021 年 Q1 单季度实现归母净利润 26.2 亿元, 同比增长 113.73%。

## 经营分析

- 浙石化一期项目投产, 驱动业绩逆周期持续增长。公司 2020 年在行业遭遇疫情处于景气度历史极端底部的情况下, 实现营业收入 649 亿元, 同比增长 1864%, 2020 年毛利率达 21.86%, 相比 2019 年同期上升 8.69 个百分点。分板块看, 公司炼油/化工/PTA/聚酯板块营业收入分别为 276.7 亿元/418.1 亿元/127.4 亿元/31.6 亿元, 其中炼油板块/化工板块营业收入同比增速分别达 956% 和 134%, 浙石化项目投产推动公司业绩持续增长。
- 二期项目有望年中全面开车, 公司成长性确定性强。浙石化二期项目常减压装置在 2020 年底开车, 参考一期项目投产节奏, 二期项目有望在 2021 年年中全面开车, 仅以浙石化一期项目收益情况参考, 二期项目投产推动公司 2021-2022 年业绩持续高速增长确定性强。
- 荣盛石化显著的超额收益是在 2020 年下半年行业极端景气底部获得的收益, 当期全球终端消费不景气, 原油价格上涨但下游各环节产品涨幅远低于原油价格涨幅, 环节间价差持续收窄, 导致 2020 年全年行业平均全环节利润加总为 -580 元/吨, 虽然 2021Q1 行业全环节利润加总回升至 -57 元/吨, 但 2021Q1 大体量产品价差 (PTA, PX) 仍处于 0-10% 历史底部景气百分位, 景气度回暖有限。全球领先的强 alpha 产能投产推动荣盛石化与景气度无关业绩大幅增长确定性强, 而行业景气度回升则有望带来更大的盈利弹性。

## 投资建议

我们预计荣盛石化 2021-2023 年净利润为 123.45/172.74/181.53 亿元, 对应 EPS 为 1.83/2.56/2.69 元, 给予荣盛石化 2022 年景气底部净利预测 17 倍估值, 给予目标价 43.52 元, 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. 碳中和规划对企业利润存在不确定性影响 6. 限售股解禁风险 7. 其他不可抗力影响

## 荣盛石化 2020 年盈利符合预期

### 1.1、荣盛石化 2020 年报盈利情况及 2021Q1 业绩预告

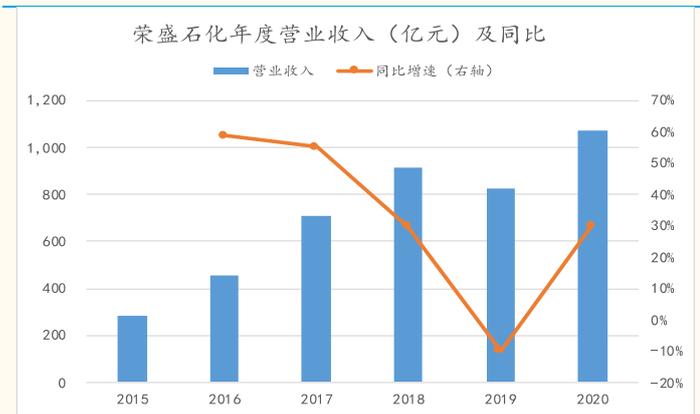
荣盛石化 2020 年年报实现营业收入 1072.6 亿元，同比增长 30.02%。公司实现净利 73.1 亿元，同比增长 231.17%；扣非归母净利 63.5 亿元。

下半年荣盛石化实现收入 569.8 亿元，归母净利润 41.01 亿元，扣非净利 31.8 亿元。其中四季度，荣盛石化实现收入 296.5 亿元，环比三季度增长 8.48%，四季度扣非净利 8.8 亿元，环比三季度下降 163%，相比 2019 年同期增长 88%。

荣盛石化主要产品板块的盈利分拆来看，公司炼油/化工/PTA/聚酯板块营业收入分别为 276.7 亿元/418.1 亿元/127.4 亿元/31.6 亿元，其中由于 2020 年浙石化一期项目投产，炼油板块/化工板块营业收入同比增速分别达 956%和 134%，浙石化项目投产推动公司业绩持续增长。

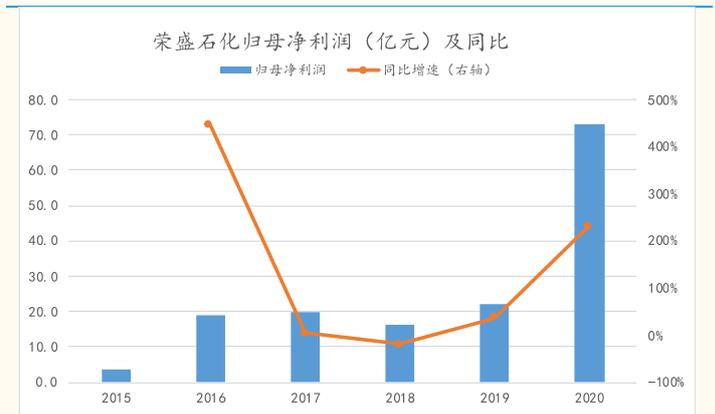
与此同时，公司发布了 2021 年一季度业绩快报，2021 年 Q1 荣盛石化实现 26.2 亿元归母净利润，同比增长 113.73%，浙石化一期项目满负荷生产及下游新项目产能释放进一步推动公司业绩增长。

图表 1：荣盛石化营收及同比



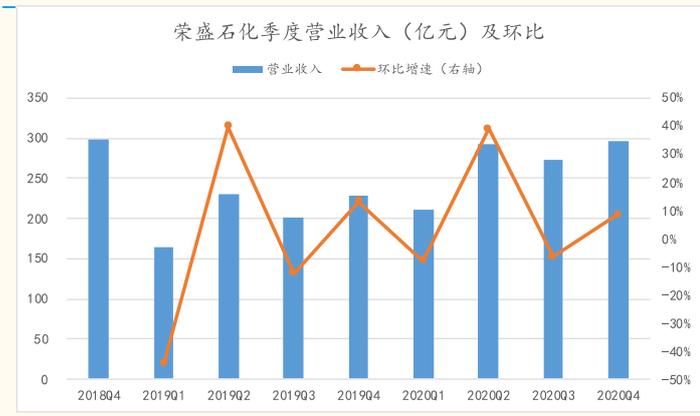
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：荣盛石化归母净利润及同比



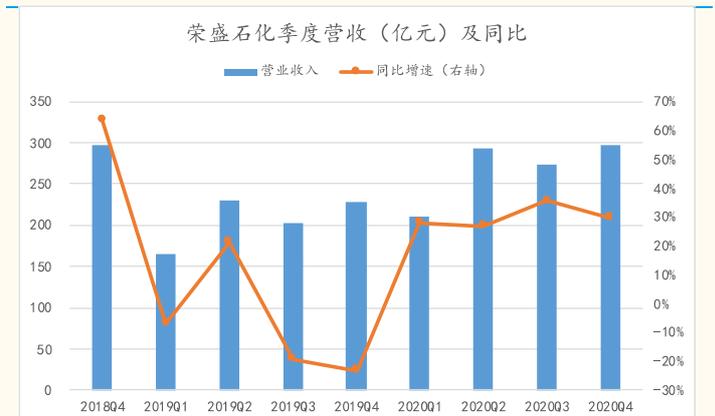
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：荣盛石化季度营收及环比



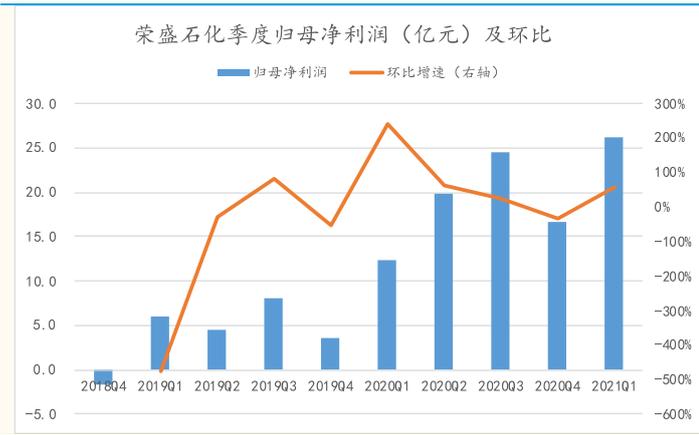
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：荣盛石化季度营收及同比



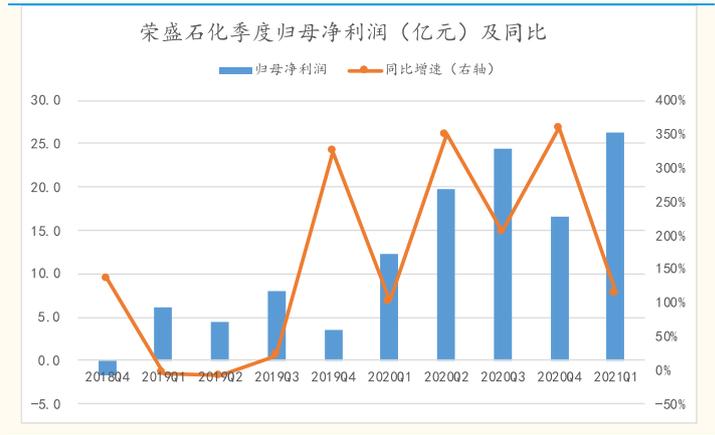
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：荣盛石化季度归母净利润及环比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：荣盛石化季度归母净利润及同比



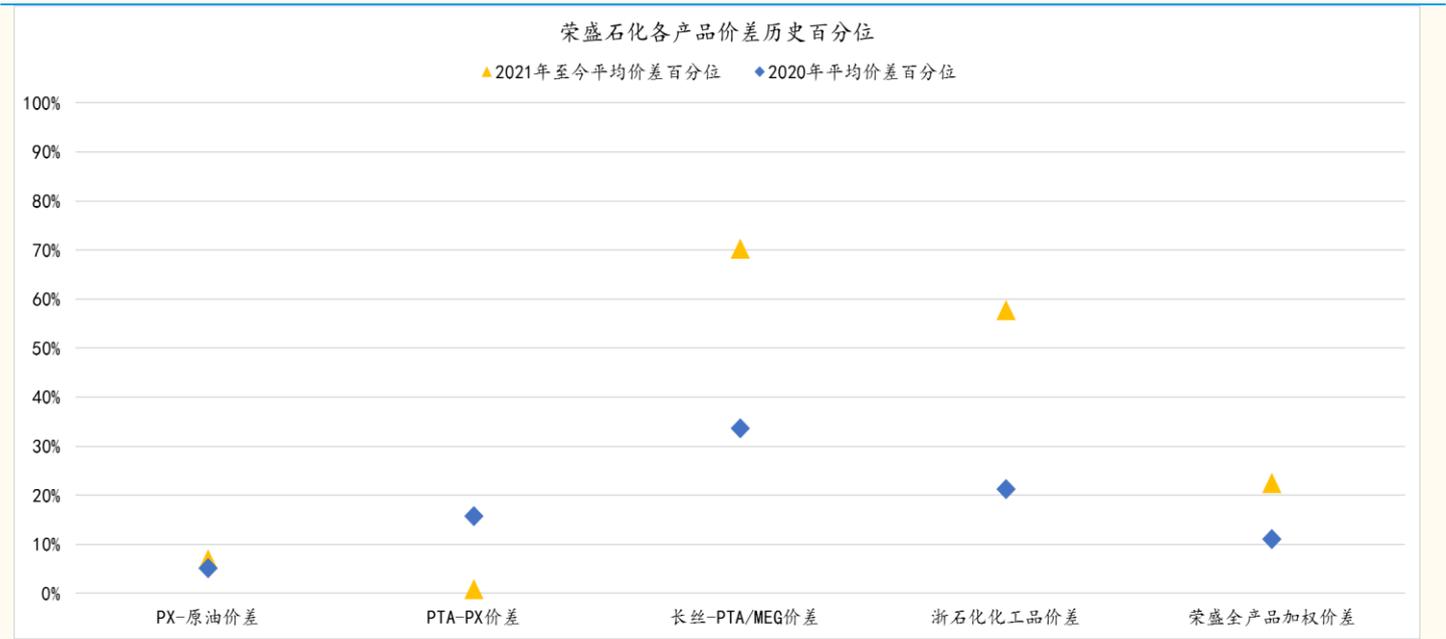
来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、底部利润验证，荣盛石化业绩增长确定性较强

2020 年原油-聚酯产业链行业底部验证，全球聚酯终端消费受新冠疫情负面影响，整体需求达历史底部；原油价格受全球原油供需不平衡及地缘事件影响持续出现受事件性驱动的大幅波动（2020 年年初的负油价及 2020 年下半年受 OPEC+ 深度减产影响持续上涨），原油价格非理性波动及终端需求的疲软等多重负面影响造成原油-PX-PTA-聚酯环节间价差收窄，全产业链持续处于亏损状态，荣盛石化在行业极端景气底部，2020 年下半年仍实现 569.8 亿元营业收入及 31.8 亿元扣非净利润，荣盛石化底部获利能力在 2020 年得到验证，伴随强 alpha 产能持续投产，荣盛石化底部利润持续增长的确性强。

而且我们要强调的是，荣盛石化显著的超额收益是在 2020 年下半年行业极端景气底部获得的收益，而这一景气底部是由多个极端条件形成的，全球终端消费不景气，下游产品价差持续处于低位，原油价格上涨但下游各环节产品由于需求不景气涨幅远低于原油价格涨幅，环节间价差持续收窄，从而导致 2020 年全年平均全环节利润加总为-580 元/吨，各环节产品价差均处于历史低位，PX, PTA 价差持续处于 0-10% 历史百分位，烯烃和长丝 2020 年平均价差处于 20-35% 历史百分位。截止 2021 年 Q1，虽然全球终端消费景气度逐步回暖，平均全环节利润加总从 2020 年-580 元/吨上升至-57 元/吨，但价差回暖主要集中于小体量产能（如烯烃、长丝），大体量产能持续处于历史景气底部，PX 和 PTA 环节价差仍处于 0-10% 历史百分位。

图表 7：荣盛石化全产业链价差百分位（截止 2021 年 3 月 31 日）



来源：wind, 国金证券研究所

与此同时，浙石化一期在 2019 年底全面开车，考虑到一体化配套装置较为复杂，预计 2020 年 Q1 并未达到满负荷状态，2020 年上半年浙石化净利润为 44.88 亿元，而 2020 年下半年行业极端景气底部净利润为 67.43 亿元，2021 年浙石化一期满负荷生产将进一步推动公司的远超行业的成本优势所带来的业绩持续增长，且这部分增长与行业景气与否无关。

### 浙石化二期转固在即，荣盛石化业绩持续高增长确定性强

- 1) 浙石化一期在 2019 年底全面开车，考虑到一体化配套装置较为复杂，预计 2020 年 Q1 并未达到满负荷状态，2021 年浙石化一期全年满负荷生产将进一步推动公司业绩持续增长。
- 2) 浙石化二期常减压装置在 2020 年底投产，参考一期投产节奏，有望在 2021 年年中全面投产，浙石化一期 2020 年全年实现净利润 112.3 亿元，浙石化一期项目下半年净利 67.43 亿元，年化净利 134.86 亿元，以一期为样本，浙石化二期项目有望在 2021 年带来超 50 亿元的净利润增量（二期以 40% 负荷率计算）。
- 3) 强 alpha 属性 PTA 及聚酯产能持续投产。逸盛新材料 300 万吨单条 PTA 生产线有望在 2021 年投产，荣盛石化权益产能 150 万吨，目前 300 万吨单条 PTA 产能为规模最大单套装置，荣盛石化 PTA 环节平均单吨加工成本有望进一步下滑，推动 PTA 环节超额收益增长。

参考我们的测算，全产业链即使维持 2020 年行业极端景气底部水平，2021 年荣盛石化全年预计盈利仍然能够达到 120 亿元以上，当前公司 PE 仅为 15 倍，景气底部估值倍数或存在较为明显低估。与此同时，在全球原油价格逐步恢复稳定的理性区间及全球终端消费逐步恢复的背景下，荣盛石化还有望获得显著的盈利弹性。

### 1.3、公司分红及转增股本

荣盛石化拟以公司权益分配实施时股权登记日的总股本为基数，向全体股东按 10 股派发现金红利 1.50 元(含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。预计现金分红总额为 10.13 亿元，我们认为随着公司浙石化二期项目投产，公司现金流进一步改善，长期现金分红提升有望。

## 2. 补充 2023 年盈利预测

2023 年浙石化两期项目大概率全年贡献利润，逸盛新材料两条单体最大 PTA 产能有望全面投产，荣盛石化权益产能 300 万吨，叠加下游聚酯端产能逐步投产及浙石化两期炼化一体化项目全年满负荷生产，荣盛石化景气底部环境下的净利有望在 2022 年达 181.53 亿元

图表 8：汽油-原油价差



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：柴油-原油价差



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：柴油-原油价差



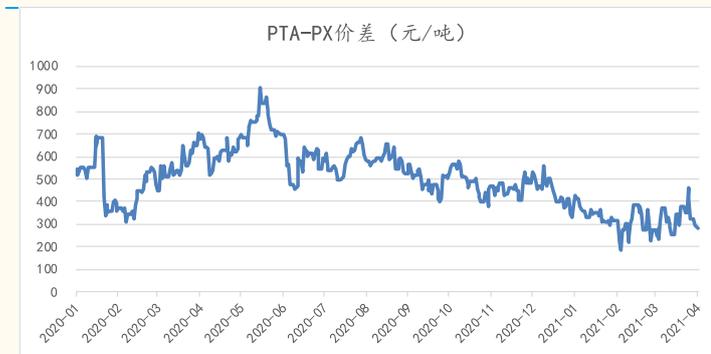
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：PX-原油价差



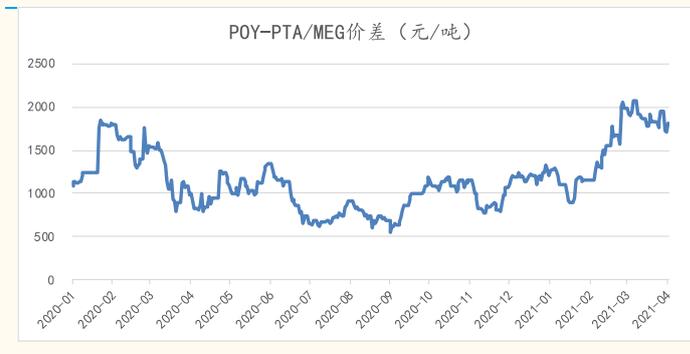
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：PTA-PX 价差



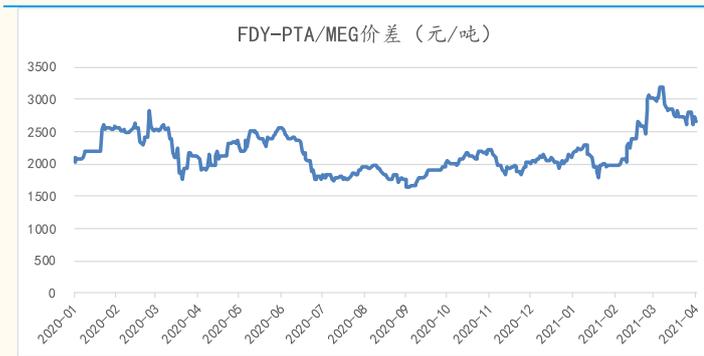
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：POY-PTA/MEG 价差



来源：wind，国金证券研究所

图表 14: FDY-PTA/MEG 价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: DTY-PTA/MEG 价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: LLDPE-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: PP-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

## 风险提示

荣盛石化的原料为原油，企业盈利受制于原油价格与美元汇率价格大幅波动。

其中原油风险因素包含

(1) 全球原油需求超预期变化 (包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等) (2) 全球原油供应超预期变化 (包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等) (3) 地缘政治事件 (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)

原油价格单向大规模下跌将计提大量的存货损失且炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，原油价格单向下跌将很大概率影响企业盈利水平。

其中美元汇率风险隐含以下风险

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。此种结算模式会受制于以下风险，但可以通过汇率套保进行弥补。

(1) 中美关系急剧恶化 (2) 中美宏观经济发生的重大变化 (包括但不限于系统性金融危机，降息降准，其他财政以及货币宏观政策) (3) 中美经济数据的大幅波动。

成品油风险在于:

成品油销售短期需要依托两桶油销售网络，未来伴随浙石油投产会逐步减少。如果成品油批零价差大幅扩大，对于企业会有一些的影响，这种影响会在获取到成品油出口许可证而逐步缓解。

成品油价格与供需情况高度相关。供给端风险包含但不限于成品油产能大幅扩张，山东地炼的去产能不及预期等；需求端风险包含但不限于新冠疫情对私家车出行的削弱，新能源汽车对于汽油汽车的替代超预期；国家政策对于燃油汽车的限制，乙醇汽油添加的影响也会一定程度抑制炼油厂的 MTBE 产品需求；舟山自贸区船燃销售量增长不及预期，另外应当注意浙江自贸区为民营炼化装置的成品油出口配额放开对于炼化格局变动的的影响。

技术迭代对超额收益的影响：

民营大炼化企业大多为 2018-2019 年建成投产的炼化装置，均采用最新的生产技术，相比两桶油和日韩的老旧产能存在明显的后发技术优势，而技术优势及规模优势也是民营大炼化企业的主要超额收益来源，通常情况下炼化行业的技术迭代周期约为 15 年，但如果技术迭代周期缩短，或对浙石化行业超额收益存在负面影响。

其他不可抗力造成的炼厂停产/减产。

化工品风险在于

化工装置开车进度不及预期：

浙石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。

竞争加剧的风险：包含但不限于美国或中东的乙烷裂解产能对于国内的化工产品倾销会对国内有较大冲击。

聚酯产业链风险

荣盛石化作为聚酯一体化产业龙头企业，聚酯下游为坯布—面料—染整—纺织服装。全球纺织服装的需求下滑对聚酯产业链有一定的影响，包含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。

限售股解禁风险

2020 年 10 月 9 日荣盛石化公告非公开增发 456,242,250 股用于浙石化二期项目的建设资金需求，新股增发后存在 6 个月的限售期，2021 年 4 月 12 日解禁，新增限售股占现有流通股的 7.9%，占总股本的 6.8%，或存在一定的限售股解禁风险。2018 年 7 月 17 日非公开发行 567,107,750 股，募集资金用于浙石化一期项目的建设，其中浙江荣盛控股集团有限公司认购 56,710,775 股，占现有流通股的 9%，占总股本的 8.4%，限售期 36 个月，预计 2021 年 7 月 19 日解禁，或存在一定解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	91,425	82,500	107,265	165,096	206,781	218,791
增长率		-9.8%	30.0%	53.9%	25.2%	5.8%
主营业务成本	-86,097	-76,869	-86,122	-128,002	-159,017	-169,967
%销售收入	94.2%	93.2%	80.3%	77.5%	76.9%	77.7%
毛利	5,327	5,631	21,143	37,095	47,764	48,824
%销售收入	5.8%	6.8%	19.7%	22.5%	23.1%	22.3%
营业税金及附加	-163	-513	-2,466	-2,807	-3,515	-3,610
%销售收入	0.2%	0.6%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-740	-778	-116	-578	-724	-766
%销售收入	0.8%	0.9%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-340	-389	-473	-528	-662	-700
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	-956	-981	-1,964	-2,476	-3,102	-3,282
%销售收入	1.0%	1.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	3,127	2,970	16,125	30,705	39,762	40,466
%销售收入	3.4%	3.6%	15.0%	18.6%	19.2%	18.5%
财务费用	-1,335	-943	-1,549	-5,104	-4,935	-3,954
%销售收入	1.5%	1.1%	1.4%	3.1%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-69	37	33	-20	-20	-53
公允价值变动收益	-340	62	113	0	0	0
投资收益	706	901	1,847	485	502	502
%税前利润	30.8%	28.7%	11.1%	1.9%	1.4%	1.4%
营业利润	2,275	3,139	16,681	26,067	35,309	36,961
营业利润率	2.5%	3.8%	15.6%	15.8%	17.1%	16.9%
营业外收支	19	6	2	0	0	0
税前利润	2,294	3,144	16,683	26,067	35,309	36,961
利润率	2.5%	3.8%	15.6%	15.8%	17.1%	16.9%
所得税	-326	-187	-3,311	-5,213	-7,415	-7,762
所得税率	14.2%	6.0%	19.8%	20.0%	21.0%	21.0%
净利润	1,968	2,957	13,372	20,853	27,894	29,199
少数股东损益	360	750	6,063	8,509	10,620	11,046
归属于母公司的净利润	1,608	2,207	7,309	12,345	17,274	18,153
净利率	1.8%	2.7%	6.8%	7.5%	8.4%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,968	2,957	13,372	20,853	27,894	29,199
少数股东损益	360	750	6,063	8,509	10,620	11,046
非现金支出	1,703	1,752	5,295	7,035	9,412	9,852
非经营收益	901	-212	1,905	4,645	2,678	4,282
营运资金变动	263	-6,623	-3,140	-7,204	1,903	-2,711
经营活动现金净流	4,835	-2,126	17,432	25,330	41,887	40,622
资本开支	-37,169	-36,861	-55,842	-12,790	-12,773	-12,544
投资	-937	-251	-806	0	0	0
其他	-1,671	1,945	363	485	502	502
投资活动现金净流	-39,778	-35,167	-56,284	-12,305	-12,271	-12,042
股权募资	8,951	3,450	15,929	-110	0	0
债权募资	33,660	37,149	27,228	10,610	-11,497	-14,511
其他	-3,319	-5,070	-7,362	-10,299	-12,279	-12,045
筹资活动现金净流	39,292	35,529	35,795	201	-23,775	-26,556
现金净流量	4,349	-1,764	-3,056	13,225	5,842	2,024

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,853	12,878	10,638	23,862	29,704	31,728
应收账款	3,531	3,466	3,603	8,664	10,775	11,368
存货	6,502	26,585	23,546	47,343	58,814	62,864
其他流动资产	7,231	12,667	14,263	16,248	18,589	20,127
流动资产	32,117	55,596	52,050	96,118	117,882	126,087
%总资产	26.5%	30.4%	21.6%	33.0%	37.2%	38.5%
长期投资	5,521	6,816	8,012	8,012	8,012	8,012
固定资产	79,789	114,452	174,195	179,000	181,418	183,208
%总资产	65.7%	62.7%	72.1%	61.4%	57.3%	55.9%
无形资产	3,368	4,027	5,809	6,759	7,702	8,636
非流动资产	89,298	126,991	189,465	195,451	198,811	201,536
%总资产	73.5%	69.6%	78.4%	67.0%	62.8%	61.5%
资产总计	121,415	182,587	241,515	291,569	316,694	327,623
短期借款	28,740	37,125	57,007	67,623	56,126	41,615
应付款项	24,506	42,249	41,069	59,426	73,826	76,580
其他流动负债	1,714	1,798	5,339	10,620	14,046	14,795
流动负债	54,960	81,172	103,415	137,669	143,999	132,990
长期贷款	30,326	58,403	62,426	62,426	62,426	62,426
其他长期负债	350	1,444	5,814	5,808	3,619	3,619
负债	85,636	141,019	171,655	205,903	210,044	199,035
普通股股东权益	20,932	22,555	36,966	44,263	54,628	65,520
其中：股本	6,291	6,291	6,750	6,750	6,750	6,750
未分配利润	7,614	9,118	15,562	22,969	33,333	44,225
少数股东权益	14,847	19,013	32,894	41,402	52,022	63,068
负债股东权益合计	121,415	182,587	241,515	291,569	316,694	327,623

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.256	0.351	1.083	1.829	2.559	2.689
每股净资产	3.327	3.585	5.476	6.557	8.093	9.706
每股经营现金净流	0.768	-0.338	2.582	3.752	6.205	6.018
每股股利	0.100	0.120	0.150	0.732	1.024	1.076
回报率						
净资产收益率	7.68%	9.78%	19.77%	27.89%	31.62%	27.71%
总资产收益率	1.32%	1.21%	3.03%	4.23%	5.45%	5.54%
投入资本收益率	2.82%	2.02%	6.63%	11.10%	13.74%	13.54%
增长率						
主营业务收入增长率	29.62%	-9.76%	30.02%	53.91%	25.25%	5.81%
EBIT 增长率	54.84%	-5.02%	442.88%	90.43%	29.49%	1.77%
净利润增长率	-19.67%	37.28%	231.17%	68.91%	39.93%	5.09%
总资产增长率	95.66%	50.38%	32.27%	20.73%	8.62%	3.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.1	8.8	5.8	6.0	5.5	5.5
存货周转天数	22.9	78.6	106.2	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	50.3	126.5	153.1	140.0	140.0	135.0
固定资产周转天数	83.4	315.3	292.6	326.9	267.2	237.8
偿债能力						
净负债/股东权益	123.22%	201.03%	159.91%	127.36%	86.04%	58.50%
EBIT 利息保障倍数	2.3	3.2	10.4	6.0	8.1	10.2
资产负债率	70.53%	77.23%	71.07%	70.62%	66.32%	60.75%

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	2	5	9	22	42
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.04	1.00

来源：聚源数据

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	2020-11-17	买入	24.24	31.10~31.10

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402