

桐昆股份 (601233.SH) 买入 (维持评级)

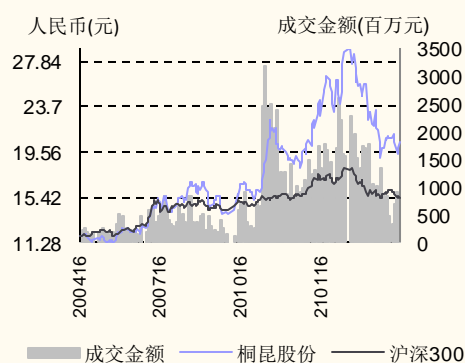
公司点评

市场价格 (人民币): 20.42 元

目标价格 (人民币): 46.80 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.88
已上市流通 A 股(亿股)	22.88
总市值(亿元)	467.11
年内股价最高最低(元)	29.00/11.28
沪深 300 指数	4949
上证指数	3399



相关报告

1. 《如果 70 亿仅为盈利下限? 附测算依据! - 《2021-03-03...》, 2021.3.3

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

低估值高增长业绩持续兑现!

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,582	45,833	60,043	76,786	93,754
营业收入增长率	21.59%	-9.39%	31.00%	27.89%	22.10%
归母净利润(百万元)	2,884	2,847	4,593	7,143	8,011
归母净利润增长率	36.04%	-1.31%	61.36%	55.50%	12.16%
摊薄每股收益(元)	1.561	1.296	2.008	3.122	3.502
每股经营性现金流净额	2.77	1.53	1.00	3.14	3.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.18%	11.09%	13.98%	18.35%	17.52%
P/E	9.60	15.89	10.17	6.54	5.83
P/B	1.46	1.76	1.42	1.20	1.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司于 2021 年 4 月 15 日发布 2020 年年报, 全年实现营业收入 458.3 亿元, 同比减少 9.39%; 归母净利润为 28.5 亿元, 同比减少 1.31%; 其中 Q4 单季度实现营业收入 130.1 亿元, 环比增长 13.39%, 同比减少 2.46%, 归母净利润为 10.4 亿元, 环比增长 13.39%, 同比增长 140.74%。

经营分析

- 浙石化项目投产贡献高额投资收益。公司 2020 年全年营业收入 649 亿元, 同比增长 1864%, 实现毛利收入 141.9 亿元, 归母净利润为 112.3 亿元, 同比增长 1585%, 净利率 17.31%。其中收益于浙石化一期项目的全面开车, 2020 年投资收益 21.7 亿元, 相比 2019 年同期增长 1167%。
- 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, 二期项目投产有望推动公司 2021-2022 年业绩持续增长。
- 景气度回升有望带来显著盈利弹性。随着全球原油价格恢复理性, 新冠对终端消费负面影响降低, 在桐昆股份拥有显著行业 alpha 外, 还有望获得景气度恢复带来的巨大盈利弹性。根据我们的测算, 目前长丝-PTA 价差百分位从 2020 年 34% 上升至 50+%, 全行业环节价差加总也从 2020 年平均-580 元/吨回升至-57 元/吨, 桐昆股份获得显著盈利弹性的确定性强。

投资建议

我们预计公司 2021-2023 年净利润为 45.93/71.43/80.11 亿元, 对应 EPS 为 2.00/3.12/3.50 元, 给予桐昆股份 2022 年景气底部净利预测 15 倍估值, 目标价 46.8 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. 项目进度不及预期 3. 增发或可转债募资的摊薄风险; 4. 董事减持风险; 5. 其他不可抗力影响。

桐昆股份 2020 年盈利符合预期

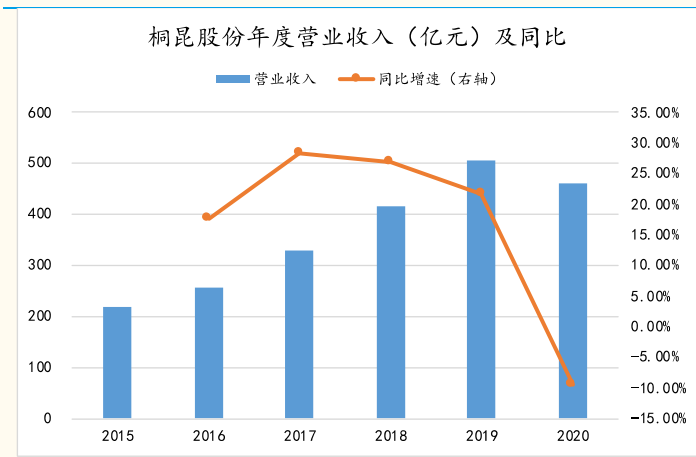
1.1、桐昆股份 2020 年报盈利情况

桐昆股份 2020 年年报实现营业收入 458.3 亿元，同比减少 9.39%。公司实现净利 28.5 亿元，同比减少 1.31%；扣非归母净利 27.7 亿元。

下半年桐昆股份实现收入 244.9 亿元，扣非净利 17.6 亿元。其中四季度，桐昆股份实现收入 130.1 亿元，环比三季度增长 13.4%，四季度扣非净利 9.9 亿元，环比三季度增长 29.4%，相比 2019 年同期增长 140.7%。

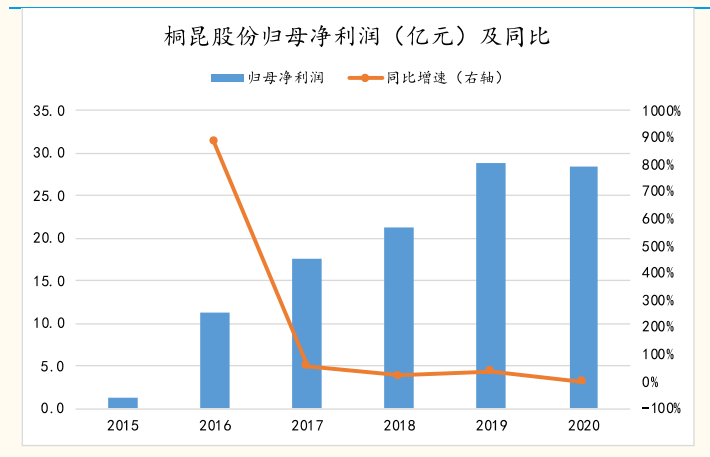
桐昆股份主要产品板块的盈利分拆来看，PTA 环节毛利 10.8 亿元，下游聚酯毛利 27.3 亿元，除此以外，浙石化投资收益贡献明显，2020 年下半年浙石化净利 67.4 亿元，带来投资收益为 22.3 亿元，考虑到浙石化炼化一体化项目较为复杂，2020 年并未全年满负荷生产，以 2020 年下半年景气极端底部扣除油价上涨带来的库存收益推算满负荷环境下浙石化一期的景气底部年化净利可达 120 亿元以上。

图表 1：营收及同比



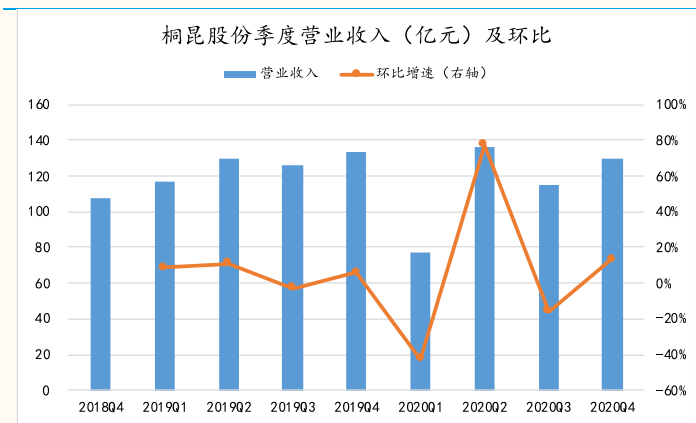
来源：国金证券研究所

图表 2：归母净利润及同比



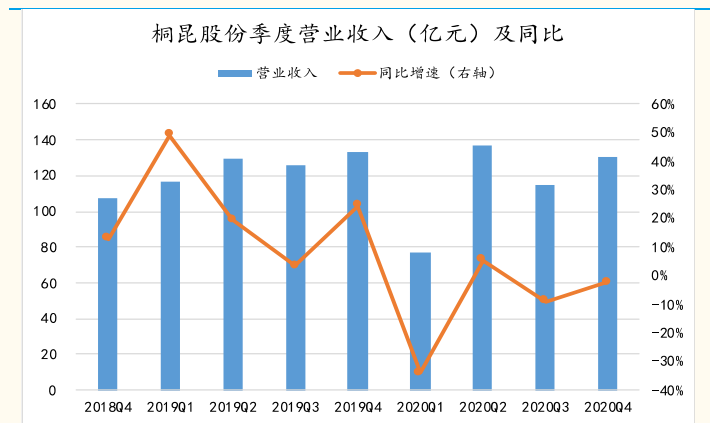
来源：国金证券研究所

图表 3：季度营收及环比



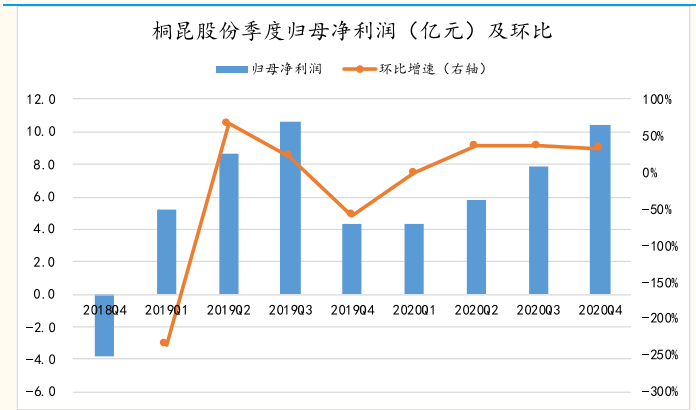
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：季度营收及同比



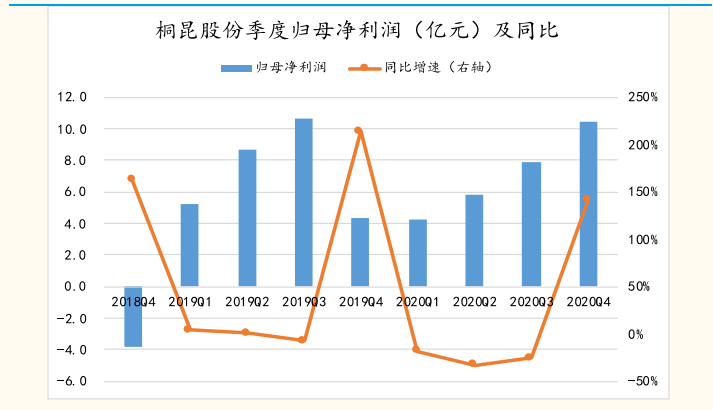
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5: 归母净利润与环比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 归母净利润与同比



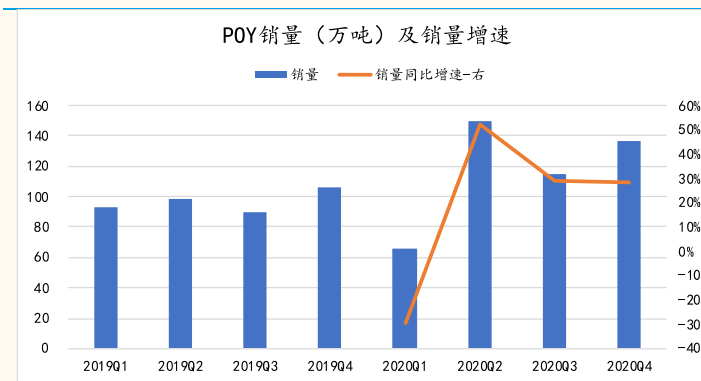
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 财报关键数据

1.2.1 关键产品销售情况拆分

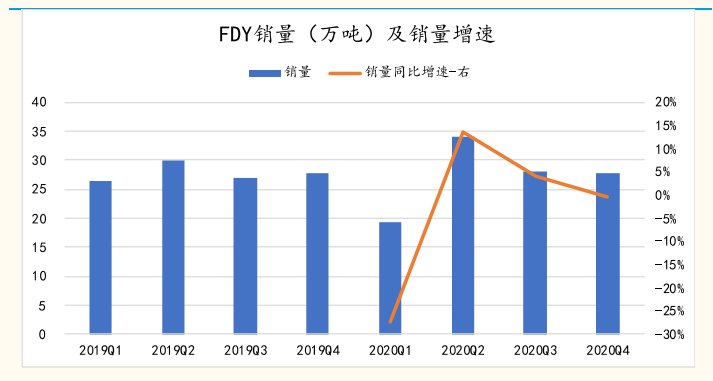
桐昆股份自有 PTA 产能 420 万吨, 长丝产能 740 万吨, PTA 产能主要用于自用, 主要销售产品为各类长丝, 通过拆解桐昆股份各季度长丝销量及产销率, 较为显著的是, 长丝景气度在 2020 年 Q1 以及 2020 年下半年均处于景气低位, 与此同时, 产销率也表现出同一趋势, 2020 年 Q1 产销率不足 80%, Q2 过后疫情好转后恢复至 120% 左右, 但由于海外终端消费较为疲软, Q3 和 Q4 产销率略有回落。就价差波动而言 (以公告长丝价格, PTA 购买及销售均价以及 MEG 采购均价计算价差), 各类聚酯均出现了 Q2-Q3 价差大幅下滑, Q4 回升趋势, 而聚酯端出现这一趋势的核心因素受供需不平衡影响, 当期 PTA 价格持续走低, 而受益于海外圣诞及感恩节补库存需求, 聚酯价格逐步回升, 推动 PTA-聚酯环节间利润持续增长。

图表 7: POY 销量及同比



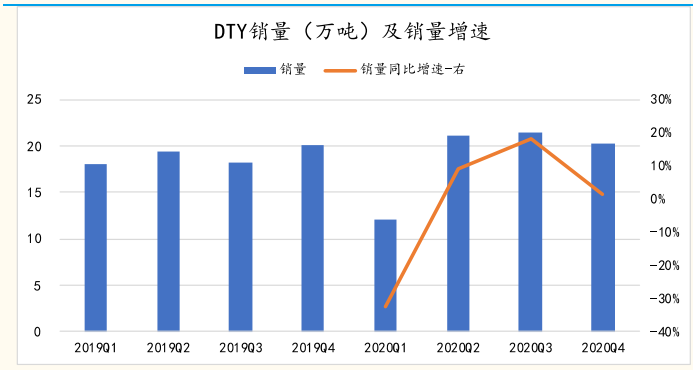
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: FDY 销量及同比



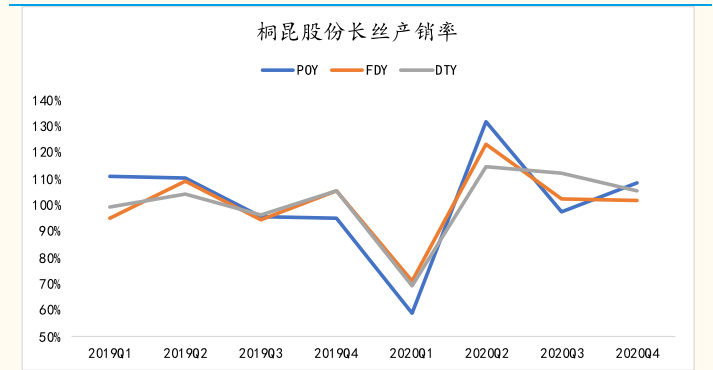
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: DTY 销量及同比



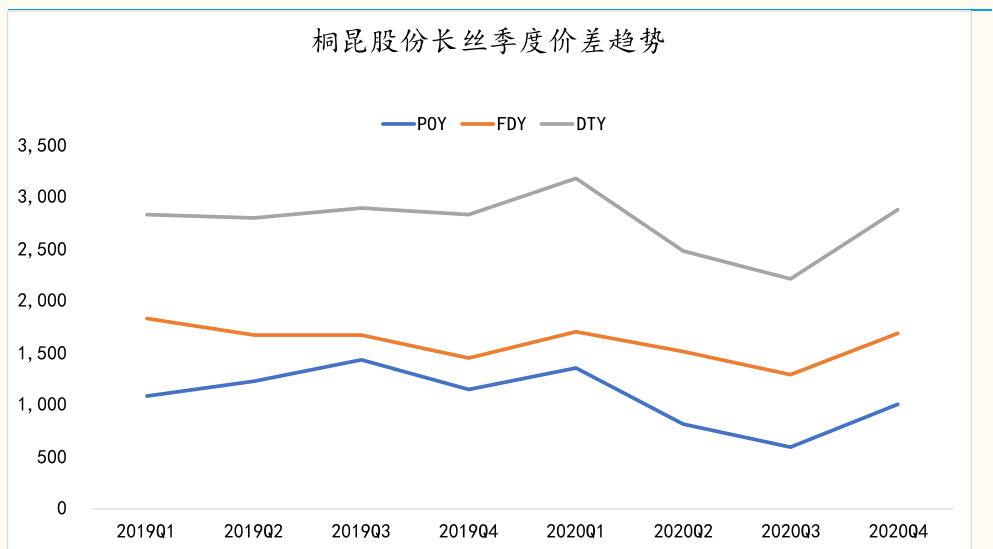
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 长丝产销率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 长丝季度价差趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

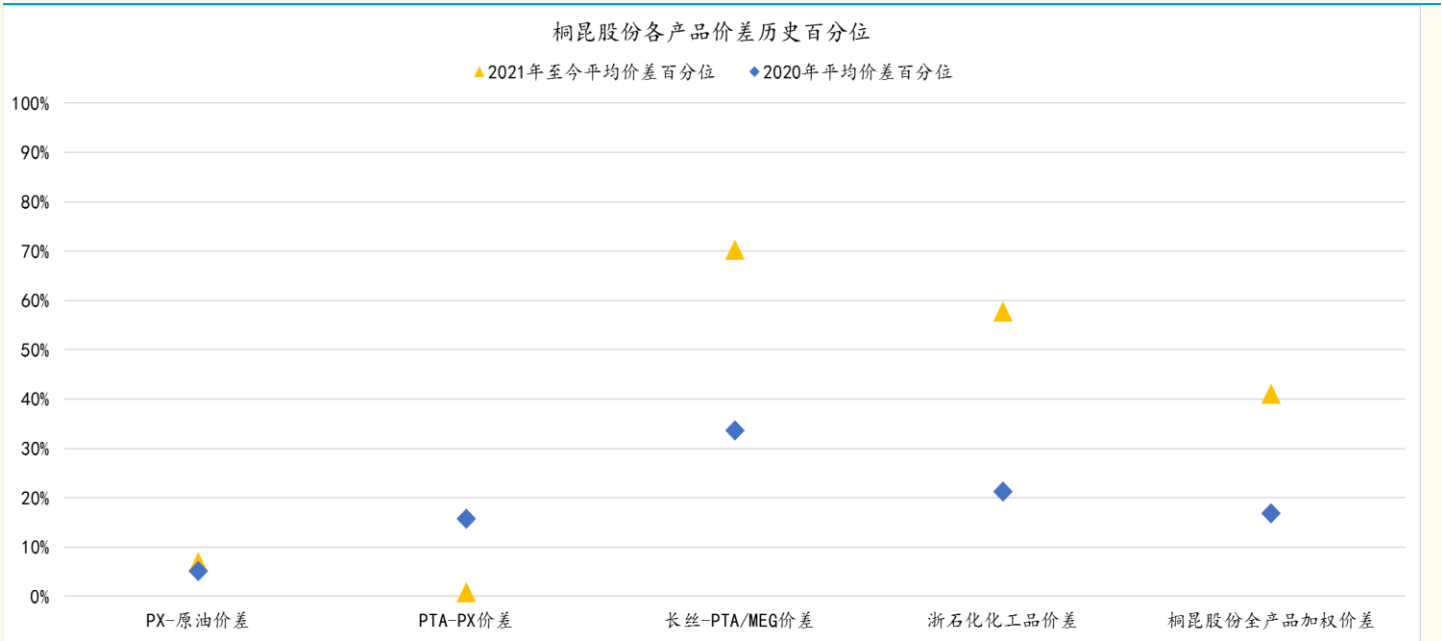
1.3 底部利润验证, 桐昆股份业绩增长确定性强

2020 年原油-聚酯产业链行业底部验证, 尤其是 2020 年下半年, 原油-聚酯产业链景气度达到了极端底部, 当期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, 全产业链利润加总为-580 元/吨, 持续处于亏损状态, 但桐昆股份在 2020 年下半年仍实现 244.9 亿元营业收入及 17.6 亿元扣非净利润, 其中自有 PTA 及聚酯产能分别获得 10.8 亿元与 27.3 亿元毛利。桐昆股份在终端消费极端不景气的全行业景气底部仍获得显著的超额收益, 桐昆股份底部获利能力在 2020 年得到验证。

根据我们的测算, 2021 年 Q1 原油-长丝全行业环节利润加总从 2020 年平均-580 元/吨回升至-57 元/吨, 其中环节价差恢复较快的是 PTA-长丝环节, 环节

价差百分位从 2020 年平均 34%左右回升至 50%+, 但原油-PX 及 PX-PTA 环节价差仍处于 0-10%历史百分位。桐昆股份自有产能主要集中于中下游 PTA-长丝环节, 参考年报最新产能数据, 桐昆股份现有 740 万吨/年的长丝产能, 长丝环节价差回暖有望推动桐昆股份在获得强 alpha 产能持续投产带来的业绩增长的同时还有望获得显著盈利弹性。

图表 12: 桐昆各产品价差历史百分位



来源: Wind, 国金证券研究所

浙石化二期即将转固, 2021 年桐昆股份业绩高增长确定性强

- 1) 由于一体化项目较为复杂, 浙石化一期项目大概率在 2020 年并未满负荷生产, 2020 年全年实现净利 112.3 亿元, 其中 2020 年下半年行业极端景气底部净利 67.4 亿元, 年化净利 134.8 亿元。2021 年浙石化一期有望全年满负荷生产。
- 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, 浙石化一期项目行业极端底部年化净利超 120 亿元, 考虑到浙石化二期高附加值产品超过一期, 浙石化二期项目有望在 2021 年带来超 50 亿元的净利润增量 (以 40%负荷计算), 权益投资收益增量有望超 10 亿元。
- 3) 强 alpha 属性 PTA 及聚酯产能持续投产。桐昆股份 50 万吨聚酯产能于 2020 年下半年投产, 有望在 2021 年贡献全年收益。
- 4) 恒阳 240 万吨长丝 (短纤) 一期项目 60 万吨 POY 与 22.5 万吨 DTY 预计在 2021-2022 年分批投产, 新建强 alpha 产能投产有望进一步推动桐昆股份收益增长。

我们认为, 即使行业景气度持续维持 2020 年极端景气底部水平, 2021 年桐昆股份全年预计盈利仍然能够达到 45 亿元以上, 当前公司景气底部 PE 仅为 10.27 倍, 存在显著向上修复空间。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, 桐昆股份还有望获得显著盈利弹性。

2. 补充 2023 年盈利预测

桐昆股份洋口港一期项目预计 2022 年建成投产, 计划产能 500 万吨 PTA 和 120 万吨长丝产能, 2022 年大概率无法满负荷生产, 预计 2023 年全年贡献收

益，桐昆恒阳一体化项目二期工程 25 万吨 POY、35 万吨 FDY 和 22.5 万吨 DTY 预计在 2022 年至 2023 年分批投产，有望进一步增厚桐昆股份获利能力，桐昆股份有望在 2023 年获得超 80 亿景气底部大环境下的净利，如果景气回暖，则业绩弹性巨大。

图表 13: 汽油-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 柴油-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 柴油-原油价差



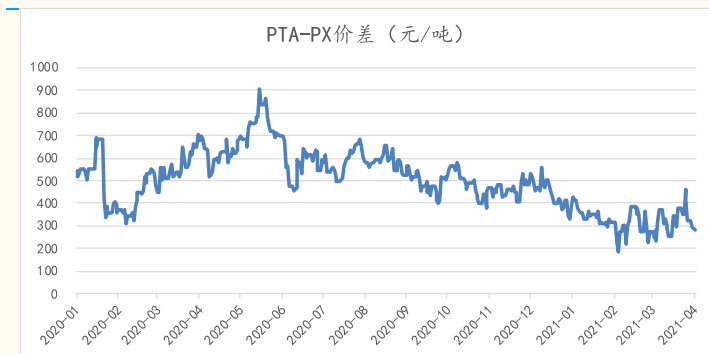
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: PX-原油价差



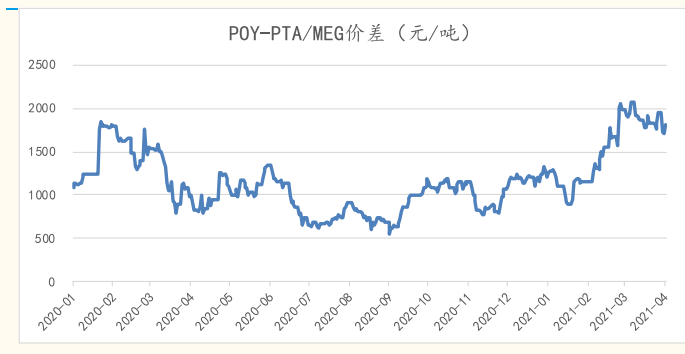
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: PTA-PX 价差



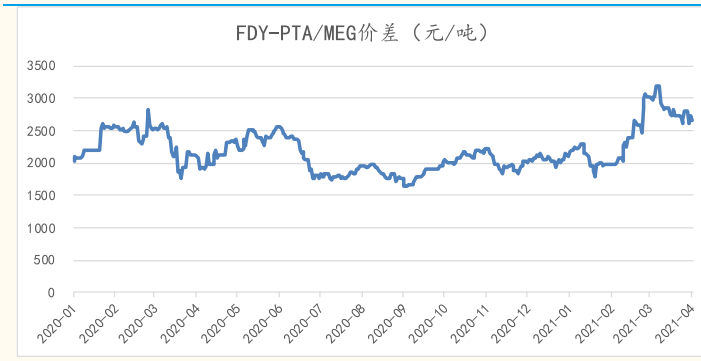
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: POY-PTA/MEG 价差



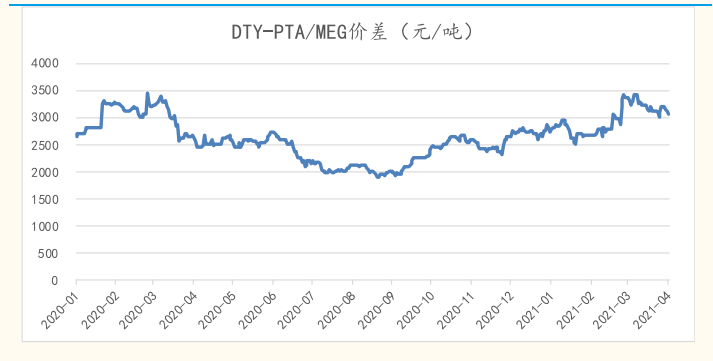
来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: FDY-PTA/MEG 价差



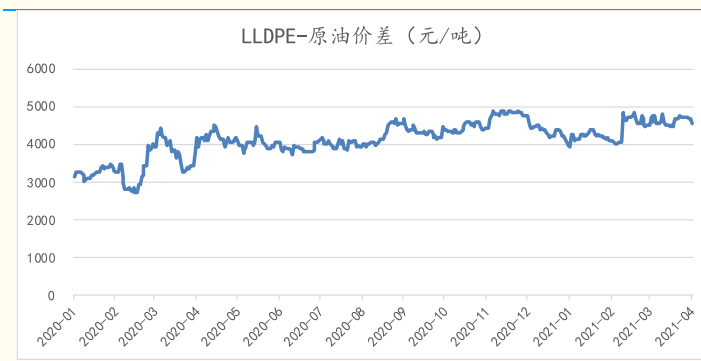
来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: DTY-PTA/MEG 价差



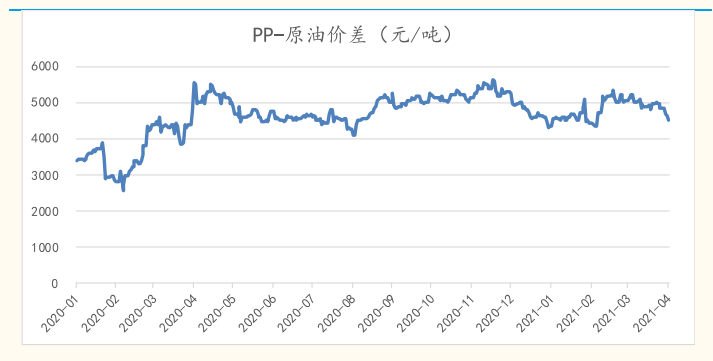
来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: LLDPE-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: PP-原油价差



来源: wind, 国金证券研究所

风险提示

桐昆股份的原料上游为原油，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。

浙石化项目成品油风险在于:

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

桐昆股份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。

增发或可转债募资的摊薄风险

桐昆股份自上市以来持续推动多个项目的建投，需要大量资本开支，回顾桐昆股份募资方式，2016，2017，2018，2020 年分别采用了增发，增发，可转债，可转债方式进行募资，目前桐昆股份仍有多个投资项目需持续推动，若公司持续采用增发或可转债等方式募资，或存在一定摊薄风险。

参考 2021 年 1 月 12 日公告，为推动恒翔项目及洋口港配套热电厂项目，拟以 16.07 元/股发行不超过 124,455,507 股进行募资，或带来一定利润摊薄风险。

董事减持风险

公司董事分别在 2017 年 12 月，2019 年 7 月及 2021 年 1 月执行减持，分别减持 37.8 万股，39.7 万股与 29.8 万股，减持股数均为当期董事持股的 25%，折合减持金额为 841.8，623.7，661.9 万元，或存在董事减持风险。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	41,601	50,582	45,833	60,043	76,786	93,754	货币资金	5,646	8,519	6,726	11,167	10,547	12,803
增长率		21.6%	-9.4%	31.0%	27.9%	22.1%	应收款项	652	562	478	558	714	872
主营业务成本	-36,742	-44,610	-42,937	-55,399	-69,259	-84,152	存货	4,147	2,717	2,865	3,794	4,744	5,764
%销售收入	88.3%	88.2%	93.7%	92.3%	90.2%	89.8%	其他流动资产	1,531	947	507	865	1,031	1,210
毛利	4,858	5,972	2,895	4,644	7,527	9,602	流动资产	11,976	12,745	10,575	16,384	17,036	20,648
%销售收入	11.7%	11.8%	6.3%	7.7%	9.8%	10.2%	%总资产	34.6%	31.9%	22.5%	25.7%	22.2%	22.1%
营业税金及附加	-81	-122	-90	-96	-123	-150	长期投资	5,290	6,871	12,820	19,255	26,660	35,820
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	16,225	18,789	21,062	26,379	31,477	35,388
销售费用	-126	-163	-79	-180	-230	-281	%总资产	46.8%	47.0%	44.8%	41.4%	40.9%	37.8%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	1,068	1,502	1,598	1,660	1,721	1,780
管理费用	-585	-660	-688	-781	-998	-1,219	非流动资产	22,685	27,256	36,413	47,293	59,857	72,989
%销售收入	1.4%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	65.4%	68.1%	77.5%	74.3%	77.8%	77.9%
研发费用	-488	-1,118	-1,042	-1,201	-1,536	-1,875	资产总计	34,661	40,001	46,989	63,678	76,893	93,637
%销售收入	1.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	7,581	9,370	7,642	19,149	24,130	31,853
息税前利润 (EBIT)	3,579	3,909	995	2,386	4,640	6,077	应付款项	5,354	6,335	6,783	7,031	8,790	10,680
%销售收入	8.6%	7.7%	2.2%	4.0%	6.0%	6.5%	其他流动负债	726	1,266	1,734	708	1,103	1,414
财务费用	-573	-415	-327	-591	-887	-1,143	流动负债	13,662	16,970	16,159	26,888	34,023	43,947
%销售收入	1.4%	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%	1.2%	长期贷款	1,715	891	3,608	3,608	3,608	3,608
资产减值损失	-294	-2	-7	0	0	0	其他长期负债	3,153	3,063	1,466	243	243	243
公允价值变动收益	18	1	50	0	0	0	负债	18,529	20,924	21,234	30,739	37,874	47,798
投资收益	20	172	2,173	3,135	4,105	4,048	普通股股东权益	16,071	19,006	25,672	32,846	38,917	45,727
%税前利润	0.7%	4.6%	72.4%	63.6%	52.2%	45.1%	其中：股本	1,822	1,848	2,197	2,412	2,412	2,412
营业利润	2,778	3,757	2,969	4,930	7,858	8,981	未分配利润	6,821	9,404	11,656	15,743	21,814	28,624
营业利润率	6.7%	7.4%	6.5%	8.2%	10.2%	9.6%	少数股东权益	61	71	82	92	102	112
营业外收支	10	5	33	0	0	0	负债股东权益合计	34,661	40,001	46,989	63,678	76,893	93,637
税前利润	2,788	3,762	3,003	4,930	7,858	8,981	比率分析						
利润率	6.7%	7.4%	6.6%	8.2%	10.2%	9.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-656	-866	-147	-327	-705	-960	每股指标						
所得税率	23.5%	23.0%	4.9%	6.6%	9.0%	10.7%	每股收益	1.164	1.561	1.296	2.008	3.122	3.502
净利润	2,131	2,896	2,856	4,603	7,153	8,021	每股净资产	8.821	10.285	11.685	14.359	17.013	19.989
少数股东损益	11	12	10	10	10	10	每股经营现金净流	1.332	2.768	1.527	0.999	3.140	3.931
归属于母公司的净利润	2,120	2,884	2,847	4,593	7,143	8,011	每股股利	0.140	0.120	0.235	0.210	0.444	0.498
净利率	5.1%	5.7%	6.2%	7.6%	9.3%	8.5%	回报率						
							净资产收益率	13.19%	15.18%	11.09%	13.98%	18.35%	17.52%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.12%	7.21%	6.06%	7.21%	9.29%	8.56%
							投入资本收益率	9.61%	9.32%	2.47%	3.98%	6.30%	6.66%
净利润	2,131	2,896	2,856	4,603	7,153	8,021	增长率						
少数股东损益	11	12	10	10	10	10	主营业务收入增长率	26.78%	21.59%	-9.39%	31.00%	27.89%	22.10%
非现金支出	1,787	1,806	2,068	2,150	2,539	3,286	EBIT 增长率	48.16%	9.25%	-74.54%	139.78%	94.44%	30.98%
非经营收益	470	434	-1,831	-2,199	-3,001	-2,671	净利润增长率	20.42%	36.04%	-1.31%	61.36%	55.50%	12.16%
营运资金变动	-1,962	-22	261	-2,146	882	845	总资产增长率	30.51%	15.41%	17.47%	35.52%	20.75%	21.78%
经营活动现金净流	2,426	5,114	3,354	2,409	7,573	9,481	资产管理能力						
资本开支	-2,898	-2,980	-3,889	-6,830	-7,698	-7,257	应收账款周转天数	3.0	2.0	1.7	2.1	2.1	2.1
投资	-1,392	-1,449	-3,720	-6,435	-7,405	-9,161	存货周转天数	33.8	28.1	23.7	25.0	25.0	25.0
其他	-3,425	765	3,076	3,135	4,105	4,048	应付账款周转天数	26.0	24.7	25.9	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-7,715	-3,664	-4,533	-10,130	-10,998	-12,370	固定资产周转天数	130.7	123.2	149.4	108.7	101.1	100.5
股权募资	0	0	1	3,087	0	0	偿债能力						
债权募资	5,304	1,242	3,552	10,352	4,981	7,723	净负债/股东权益	41.49%	24.56%	22.14%	35.93%	44.68%	49.96%
其他	-502	-683	-850	-1,277	-2,175	-2,579	EBIT 利息保障倍数	6.2	9.4	3.0	4.0	5.2	5.3
筹资活动现金净流	4,803	560	2,704	12,162	2,806	5,145	资产负债率	53.46%	52.31%	45.19%	48.27%	49.25%	51.05%
现金净流量	-486	2,010	1,525	4,441	-620	2,256							

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	3	9	19	31	106
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.06	1.00

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	2019-09-06	买入	12.83	19.08~19.08
2	2019-10-28	买入	12.79	19.08~19.08
3	2021-03-03	买入	24.80	46.95~46.95

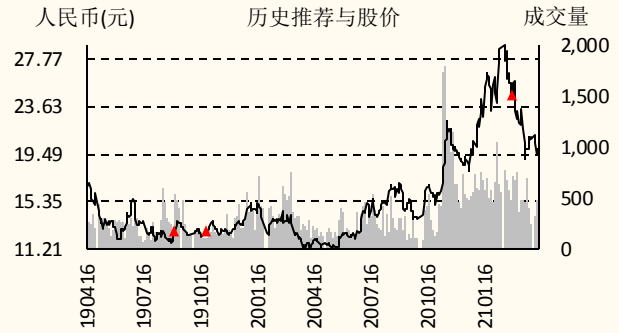
来源：国金证券研究所

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



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