

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

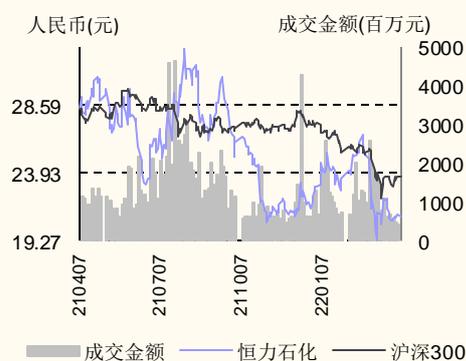
公司点评

市场价格 (人民币): 20.98 元

目标价格 (人民币): 71.40 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 70.39 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 70.39 |
| 总市值(亿元) | 1,476.80 |
| 年内股价最高最低(元) | 32.60/19.27 |
| 沪深 300 指数 | 4264 |
| 上证指数 | 3283 |



相关报告

1. 《240 亿元大项目来了，中长期再获成长-恒力石化点评》，2022.1.27
2. 《多产业链布局有望持续成长-恒力石化三季报点评》，2021.10.28
3. 《弃油投新，锂电光伏等 7 板块发力！-恒力石化半年报点评》，2021.8.16
4. 《高基数也压不住的高成长！-恒力石化半年报业绩预告点评》，2021.7.1

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

存量已是过往，增量激活未来！

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 152,373 | 197,997 | 213,477 | 227,882 | 253,259 |
| 营业收入增长率 | 51.19% | 29.94% | 7.82% | 6.75% | 11.14% |
| 归母净利润(百万元) | 13,462 | 15,531 | 10,165 | 16,087 | 25,085 |
| 归母净利润增长率 | 34.28% | 15.37% | -34.55% | 58.26% | 55.94% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.912 | 2.206 | 1.444 | 2.285 | 3.564 |
| 每股经营性现金流净额 | 3.43 | 2.65 | 4.24 | 4.85 | 6.01 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 28.70% | 27.14% | 16.12% | 22.37% | 29.71% |
| P/E | 14.63 | 10.41 | 14.53 | 9.18 | 5.89 |
| P/B | 4.20 | 2.83 | 2.34 | 2.05 | 1.75 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

恒力石化 2022 年 4 月 6 日披露了 2021 年年报，2021 年全年实现营业收入 1980 亿元，同比 2020 年增长 29.9%，实现归母净利润 155.31 亿元，同比 2020 年增长 15.4%。2021 年 Q4 分别实现营业收入及归母净利润 465.08 亿元和 28.19 亿元，相比 2020 年同期分别下滑 5.2%和 21.0%。

经营分析

- **成本端大幅上涨压缩存量环节利润:** 2021 年四季度原油价格以及煤炭价格持续呈上行趋势，参考恒力石化披露季度经营数据，2021 年 1-12 月原油及煤炭采购价格分别为 3262.7 元/吨和 849 元/吨，同比分别增长 50.6%和 67.5%，环比 2021 年 1-9 月分别增长 6.4%和 13.4%，而 2021 年 1-12 月产品平均销售价格为 4783 元/吨，同比 2020 年增长 29.4%，环比 2021 年 1-9 月增长 6.2%，终端产品加权销售价格涨幅低于原料端涨幅，价差收窄导致利润承压。
- **持续推进深加工和新能源产业布局，增量产能打开二次成长曲线:** 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目，260 万吨高性能聚酯项目和锂电隔膜项目有望推动公司产业链布局将进一步完善。其中聚碳酸酯、电子级 DMC、ABS 等产品终端需求增量主要来自于新能源新材料市场，公司全资子公司康辉新材引进 12 条湿法锂电池隔膜生产线，投产后年产能可达 16 亿平方米。新材料项目和锂电隔膜项目推动公司产业链向新材料及新能源领域延伸，有望打开公司二次成长曲线。

投资建议

- 当前原料端价格中枢持续上行，而终端高附加值产品投建需要时间，2022 年内来看各存量环节价差或持续承压，但 2023 往后大体量高附加值产品投产将帮助公司持续摆脱成本端影响，我们下调了 2022-2023 年盈利预测，在行业极端景气底部情景下，恒力石化 2022-2024 年盈利预测为 102 亿元/160 亿元/250 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.4 元/2.3 元/3.6 元，2022-2023 年下调幅度分别为 48%和 37%，对应市盈率为 14.5X/9.2X/5.9X，维持“买入”评级

风险提示

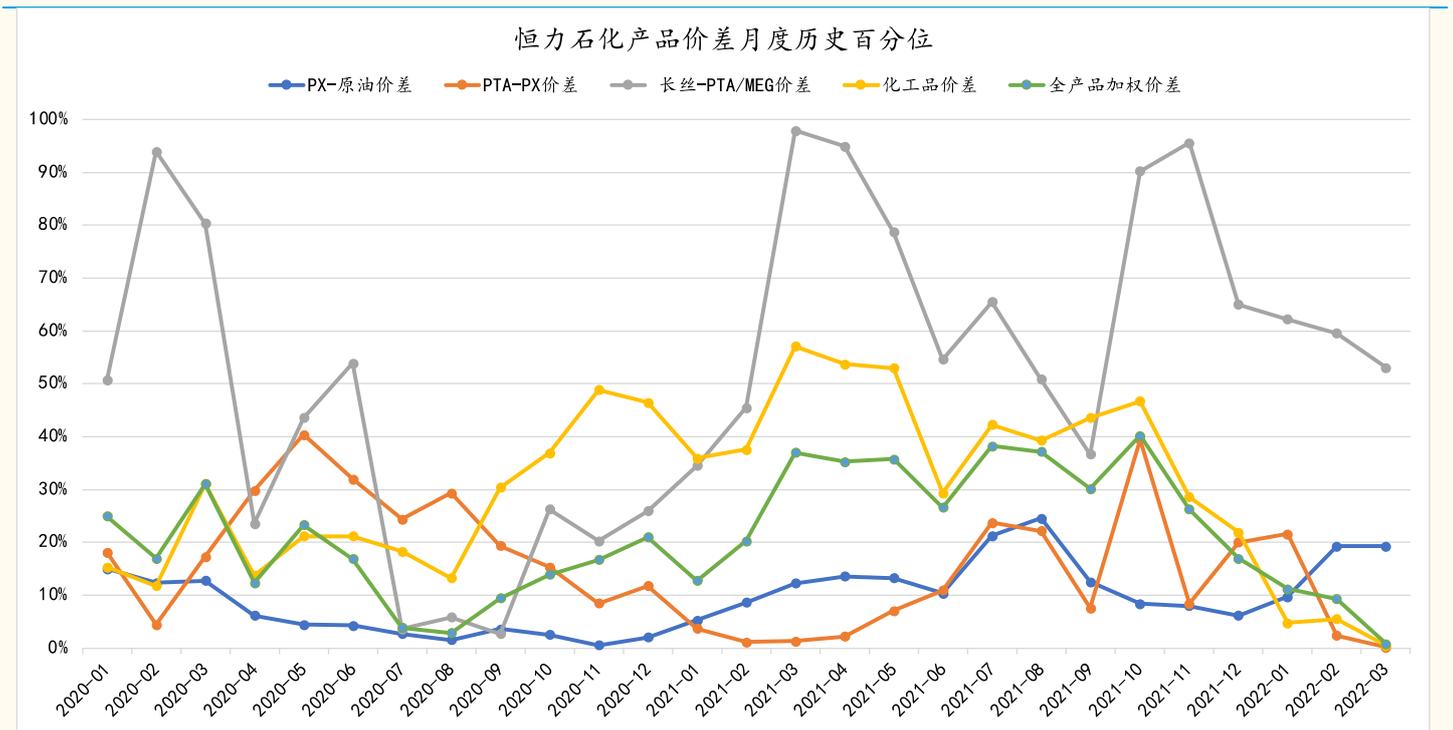
1. 油价单向大幅波动风险;
2. 终端需求严重需求恶化
3. 地缘政治风险
4. 项目建设进度不及预期
5. 美元汇率大幅波动风险
6. 其他不可抗力影响

1、上游原材料价格上涨，环节价差持续承压

恒力石化 2022 年 4 月 6 日披露了 2021 年年报，2021 年全年实现营业收入 1980 亿元，同比 2020 年增长 29.9%，实现归母净利润 155.31 亿元，同比 2020 年增长 15.4%。2021 年 Q4 分别实现营业收入及归母净利润 465.08 亿元和 28.19 亿元，相比 2020 年同期分别下滑 5.2%和 21.0%。

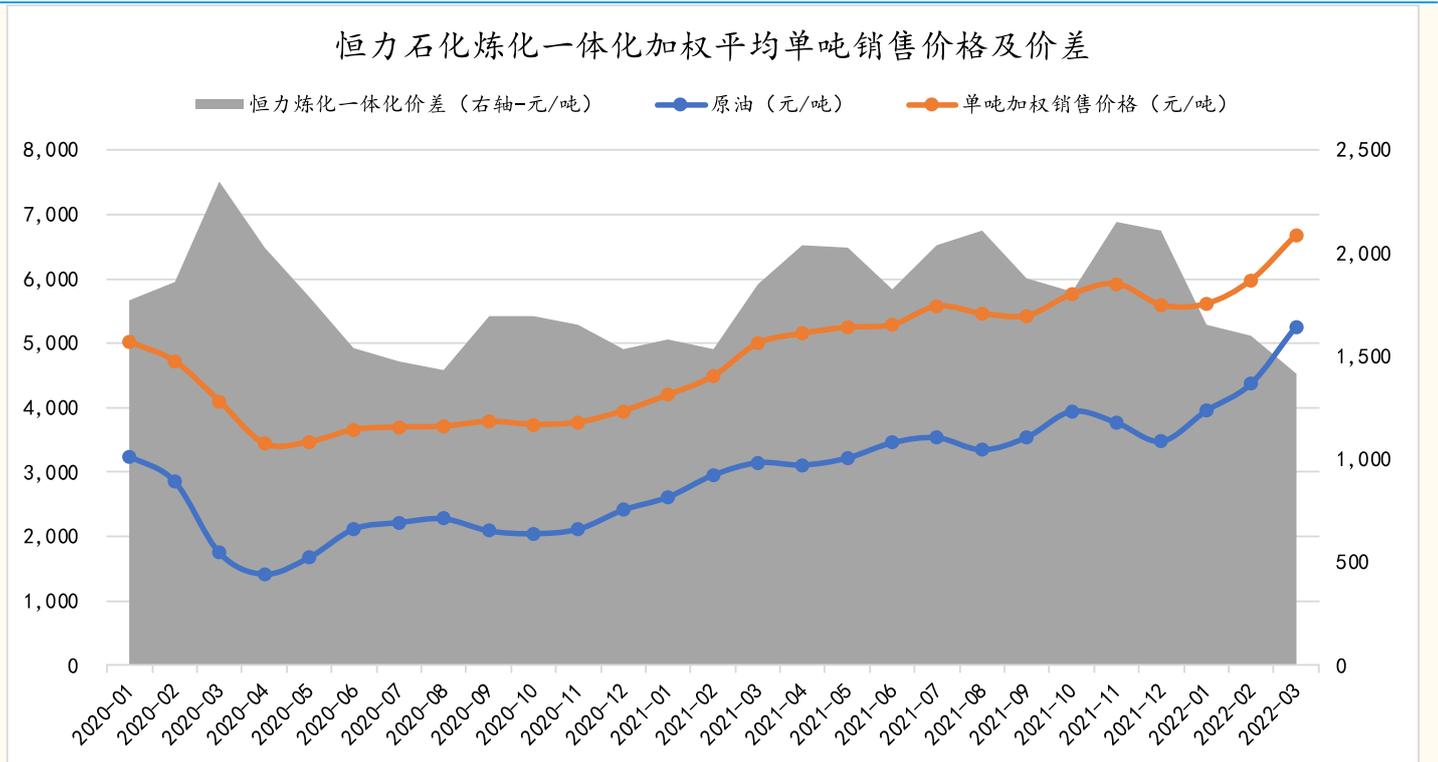
2021 年下半年原料端价格持续上涨，参考恒力石化披露 2021 年各季度经营数据，2021 年 1-12 月原油及煤炭的采购价分别为 3262.7 元/吨和 849 元/吨，相比 2021 年 1-6 月采购价分别上涨了 14.3%和 23.9%，相比 2021 年 1-9 月采购价仍上涨了 6.4%和 13.4%，原油和煤炭采购价格的持续上涨推动公司原料成本持续上行。与此同时，终端产品销售价格涨幅低于原料端涨幅，恒力石化 2021 年 1-12 月产品加权平均销售价格约为 4783 元/吨，相比 2021 年 1-6 月价格上涨 10.5%，相比 2021 年 1-9 月价格上涨 6.2%，由于终端产品的销售价格受成本端影响的同时还受单一环节供需平衡影响，成本端价格大幅上涨而终端产品销售价格涨幅低于原料，导致环节间价差持续收窄，公司利润持续承压。在行业景气度较低前提下，恒力石化 2021 年 Q4 实现单季度归母净利润 28.19 亿元，环比 2021 年 Q3 下滑 30.7%，或持续验证公司在较悲观情景下盈利能力。

图表 1：恒力石化产品价差月度历史百分位



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2: 恒力石化炼化一体化加权平均单吨销售价格及价差



来源: WIND; 国金证券研究所

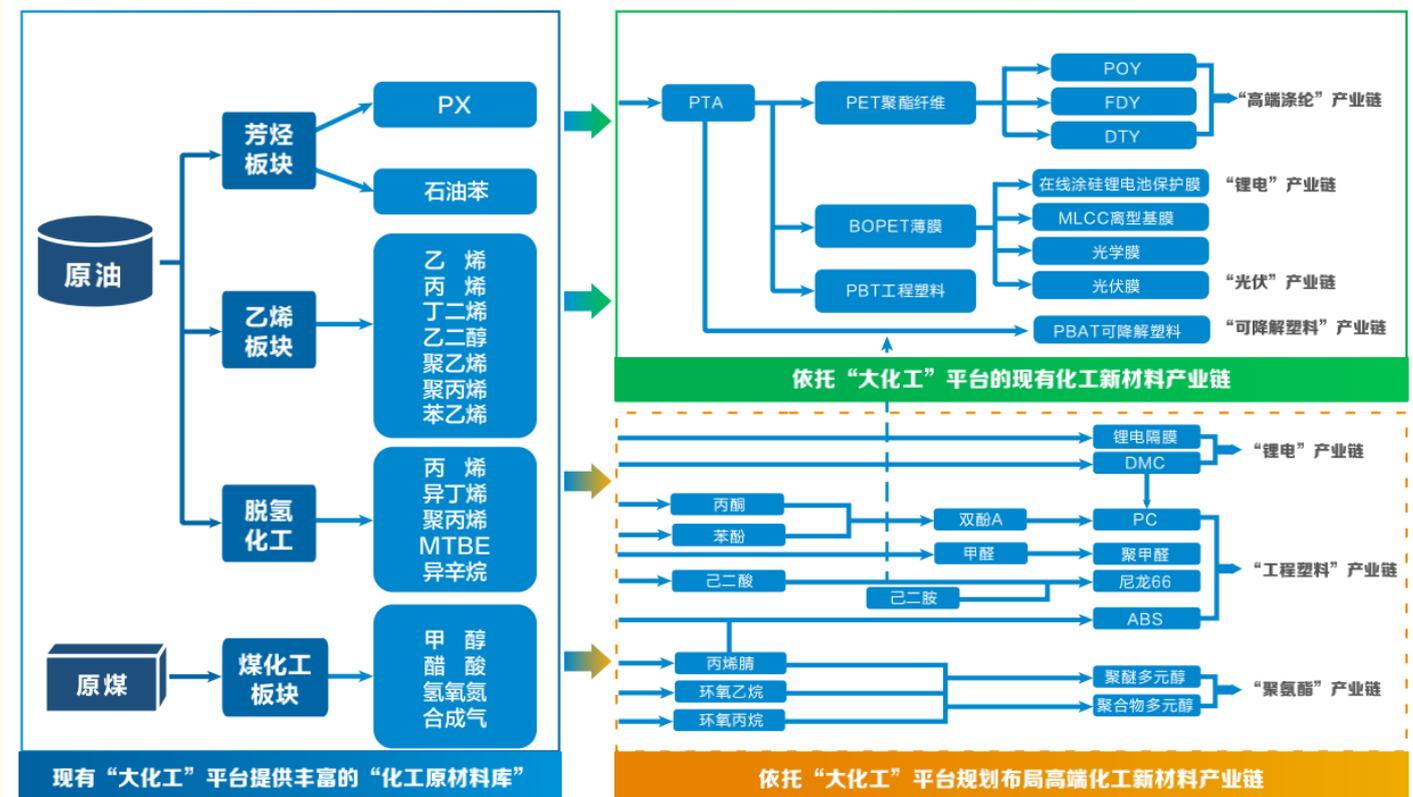
与此同时, 由于 2022 年成本端原油价格中枢持续上行, 而终端产品价格涨幅低于成本端, 环节间价差持续收缩, 2022 年 3 月恒力石化全产业链价差已处于历史百分位底部水平, 由于全球地缘政治频发, OPEC+增产不及预期, 页岩油产量边际增量有限等一系列因素影响下, 原油价格中枢或持续上行, 导致公司全产业链加权价差或持续维持历史低位。

在原料端成本中枢或持续上行, 而终端产品价格传导存在不确定情景下, 我们采用保守的行业极端景气底部情景即产品即基于全行业大面积亏损假设对恒力石化进行盈利预测, 下调 2022-2023 年盈利预测, 恒力石化 2022-2024 年盈利预测分别为 102 亿元/160 亿元/250 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 1.4 元/2.3 元/3.6 元, 其中 2022-2023 年盈利预测下调幅度分别为 48%和 37%。

2、持续布局深加工，多产业链布局打开二次成长曲线

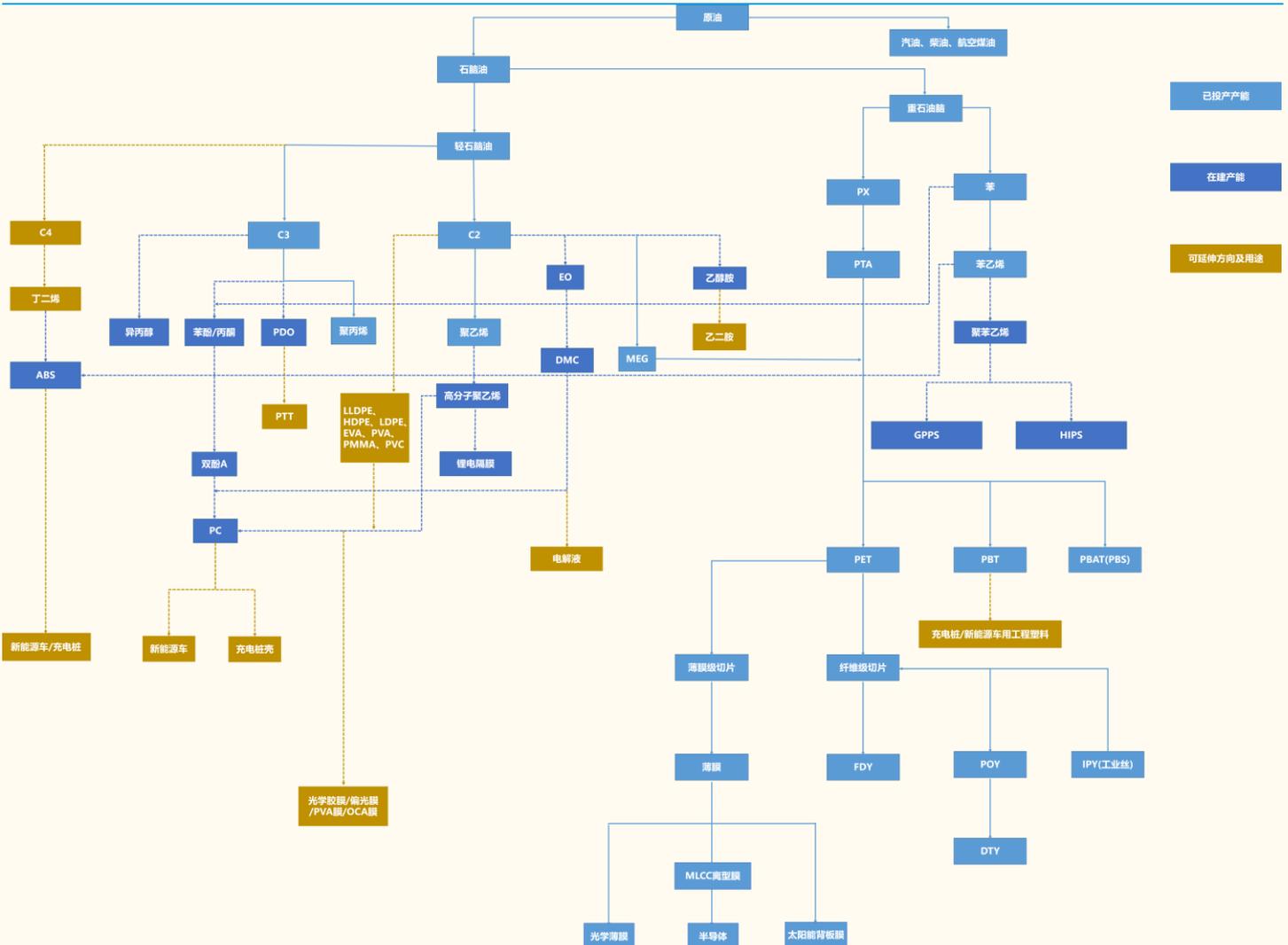
参考恒力石化年报，恒力石化布局了 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目，16 亿平锂电隔膜项目以及 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目和年产 260 万吨高性能聚酯工程。其中 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目的产品包括双酚 A、异丙醇、环氧乙烷、聚碳酸酯、电子级 DMC（含 EC、EMC 和 DEC）、ABS、GPPS、HIPS、乙醇胺、PDO、PTMEG 等。其中电子级 DMC、聚碳酸酯、ABS 以及锂电隔膜等产品均运用于新能源和新材料行业，大炼化龙头的一体化规模化优势相比单一环节的新能源或半导体材料企业，一旦攻克技术，也将具备明显的成本优势及综合竞争力，产业链的延长也有望进一步增厚公司盈利能力。与此同时，丰富终端产品结构，推动产业链深加工，布局高成长新能源和新材料行业均有望进一步增厚终端销售产品的附加值，就目前看，恒力石化所布局的新能源新材料产品附加值提升远大于油价涨幅，随着增量高端产能陆续投产，恒力石化从中长期维度看，将持续摆脱油价等成本端上涨带来的业绩负面影响。

图表 3：恒力石化产业链规划



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 恒力石化进一步完善产业链布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

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大概率影响企业盈利水平;
2. 终端需求严重需求恶化: 恒力石化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;
3. 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;
4. 项目建设进度不及预期: 恒力石化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;
5. 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;
6. 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)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入 | 100,782 | 152,373 | 197,997 | 213,477 | 227,882 | 253,259 |
| 增长率 | | 51.2% | 29.9% | 7.8% | 6.7% | 11.1% |
| 主营业务成本 | -79,866 | -124,116 | -167,518 | -186,727 | -192,336 | -204,910 |
| %销售收入 | 79.2% | 81.5% | 84.6% | 87.5% | 84.4% | 80.9% |
| 毛利 | 20,917 | 28,257 | 30,478 | 26,750 | 35,545 | 48,350 |
| %销售收入 | 20.8% | 18.5% | 15.4% | 12.5% | 15.6% | 19.1% |
| 营业税金及附加 | -2,121 | -2,628 | -3,440 | -3,629 | -3,874 | -4,305 |
| %销售收入 | 2.1% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% |
| 销售费用 | -952 | -177 | -291 | -320 | -342 | -380 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 管理费用 | -1,090 | -1,716 | -1,985 | -2,348 | -2,507 | -2,786 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.1% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 研发费用 | -958 | -826 | -1,019 | -1,494 | -1,595 | -1,773 |
| %销售收入 | 1.0% | 0.5% | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 15,795 | 22,910 | 23,742 | 18,958 | 27,228 | 39,106 |
| %销售收入 | 15.7% | 15.0% | 12.0% | 8.9% | 11.9% | 15.4% |
| 财务费用 | -3,563 | -5,029 | -4,916 | -6,176 | -6,883 | -7,268 |
| %销售收入 | 3.5% | 3.3% | 2.5% | 2.9% | 3.0% | 2.9% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 125 | 239 | 356 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 275 | -397 | 19 | 200 | 200 | 200 |
| %税前利润 | 2.1% | n.a | 0.1% | 1.5% | 1.0% | 0.6% |
| 营业利润 | 13,223 | 18,051 | 19,791 | 12,982 | 20,545 | 32,038 |
| 营业利润率 | 13.1% | 11.8% | 10.0% | 6.1% | 9.0% | 12.7% |
| 营业外收支 | -11 | -14 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 13,212 | 18,037 | 19,828 | 12,982 | 20,545 | 32,038 |
| 利润率 | 13.1% | 11.8% | 10.0% | 6.1% | 9.0% | 12.7% |
| 所得税 | -3,100 | -4,543 | -4,290 | -2,817 | -4,458 | -6,952 |
| 所得税率 | 23.5% | 25.2% | 21.6% | 21.7% | 21.7% | 21.7% |
| 净利润 | 10,112 | 13,495 | 15,538 | 10,165 | 16,087 | 25,085 |
| 少数股东损益 | 87 | 33 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 10,025 | 13,462 | 15,531 | 10,165 | 16,087 | 25,085 |
| 净利率 | 9.9% | 8.8% | 7.8% | 4.8% | 7.1% | 9.9% |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 16,509 | 15,671 | 15,986 | 20,718 | 21,429 | 23,016 |
| 应收款项 | 5,161 | 6,253 | 6,915 | 7,001 | 7,473 | 8,306 |
| 存货 | 19,464 | 19,691 | 33,553 | 35,811 | 36,886 | 42,105 |
| 其他流动资产 | 12,161 | 10,489 | 8,726 | 8,889 | 8,974 | 9,162 |
| 流动资产 | 53,294 | 52,105 | 65,180 | 72,419 | 74,762 | 82,588 |
| %总资产 | 30.6% | 27.3% | 31.0% | 30.5% | 29.3% | 29.7% |
| 长期投资 | 34 | 232 | 370 | 370 | 370 | 370 |
| 固定资产 | 107,366 | 126,046 | 130,514 | 148,796 | 166,881 | 180,045 |
| %总资产 | 61.6% | 66.0% | 62.1% | 62.7% | 65.4% | 64.8% |
| 无形资产 | 8,500 | 10,274 | 10,041 | 11,381 | 12,949 | 14,788 |
| 非流动资产 | 121,083 | 138,924 | 145,116 | 164,734 | 180,290 | 195,289 |
| %总资产 | 69.4% | 72.7% | 69.0% | 69.5% | 70.7% | 70.3% |
| 资产总计 | 174,378 | 191,029 | 210,296 | 237,153 | 255,053 | 277,877 |
| 短期借款 | 50,441 | 53,708 | 61,014 | 73,198 | 77,984 | 81,943 |
| 应付款项 | 23,950 | 23,226 | 27,179 | 33,267 | 34,268 | 36,511 |
| 其他流动负债 | 7,876 | 8,865 | 9,583 | 10,401 | 11,678 | 13,767 |
| 流动负债 | 82,267 | 85,800 | 97,776 | 116,865 | 123,930 | 132,220 |
| 长期贷款 | 51,265 | 53,883 | 52,122 | 54,122 | 56,122 | 58,122 |
| 其他长期负债 | 4,106 | 4,322 | 3,097 | 3,044 | 3,032 | 3,023 |
| 负债 | 137,639 | 144,004 | 152,996 | 174,032 | 183,084 | 193,366 |
| 普通股股东权益 | 36,333 | 46,905 | 57,231 | 63,052 | 71,899 | 84,442 |
| 其中：股本 | 7,039 | 7,039 | 7,039 | 7,039 | 7,039 | 7,039 |
| 未分配利润 | 10,512 | 21,121 | 31,118 | 36,709 | 45,557 | 58,100 |
| 少数股东权益 | 406 | 119 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 负债股东权益合计 | 174,378 | 191,029 | 210,296 | 237,153 | 255,053 | 277,877 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.424 | 1.912 | 2.206 | 1.444 | 2.285 | 3.564 |
| 每股净资产 | 5.162 | 6.664 | 8.130 | 8.957 | 10.214 | 11.996 |
| 每股经营现金净流 | 2.406 | 3.433 | 2.650 | 4.238 | 4.850 | 6.008 |
| 每股股利 | 0.400 | 0.770 | 1.010 | 0.650 | 1.028 | 1.782 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 27.59% | 28.70% | 27.14% | 16.12% | 22.37% | 29.71% |
| 总资产收益率 | 5.75% | 7.05% | 7.39% | 4.29% | 6.31% | 9.03% |
| 投入资本收益率 | 8.67% | 11.01% | 10.92% | 7.79% | 10.35% | 13.63% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 67.78% | 51.19% | 29.94% | 7.82% | 6.75% | 11.14% |
| EBIT增长率 | 196.28% | 45.05% | 3.63% | -20.15% | 43.62% | 43.62% |
| 净利润增长率 | 201.73% | 34.28% | 15.37% | -34.55% | 58.26% | 55.94% |
| 总资产增长率 | 39.23% | 9.55% | 10.09% | 12.77% | 7.55% | 8.95% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 2.1 | 2.4 | 3.7 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 存货周转天数 | 86.7 | 57.6 | 58.0 | 70.0 | 70.0 | 75.0 |
| 应付账款周转天数 | 80.3 | 49.7 | 28.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 固定资产周转天数 | 300.9 | 291.9 | 226.3 | 220.8 | 230.6 | 223.7 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 227.49% | 194.12% | 168.12% | 167.59% | 155.43% | 137.54% |
| EBIT利息保障倍数 | 4.4 | 4.6 | 4.8 | 3.1 | 4.0 | 5.4 |
| 资产负债率 | 78.93% | 75.38% | 72.75% | 73.38% | 71.78% | 69.59% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 10,112 | 13,495 | 15,538 | 10,165 | 16,087 | 25,085 |
| 少数股东损益 | 87 | 33 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 4,082 | 8,190 | 9,177 | 8,994 | 10,308 | 11,877 |
| 非经营收益 | 2,551 | 3,822 | 3,666 | 6,285 | 7,100 | 7,239 |
| 营运资金变动 | 191 | -1,342 | -9,729 | 4,386 | 646 | -1,908 |
| 经营活动现金净流 | 16,937 | 24,164 | 18,653 | 29,830 | 34,141 | 42,293 |
| 资本开支 | -41,774 | -23,929 | -13,383 | -28,611 | -26,054 | -26,875 |
| 投资 | 204 | 1,103 | 499 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1,657 | 415 | -214 | 200 | 200 | 200 |
| 投资活动现金净流 | -39,913 | -22,411 | -13,098 | -28,411 | -25,854 | -26,675 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 229 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 33,633 | 7,097 | 4,362 | 14,162 | 6,786 | 5,959 |
| 其他 | -7,899 | -8,128 | -11,839 | -11,060 | -14,350 | -19,982 |
| 筹资活动现金净流 | 25,734 | -1,031 | -7,477 | 3,331 | -7,564 | -14,022 |
| 现金净流量 | 2,758 | 722 | -1,922 | 4,749 | 723 | 1,596 |

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 | 1 | 13 | 26 | 69 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.07 | 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 | 2020-04-19 | 买入 | 13.85 | 22.76 ~ 22.76 |
| 2 | 2021-02-08 | 买入 | 38.51 | 71.40 ~ 71.40 |
| 3 | 2021-04-06 | 买入 | 29.70 | 71.40 ~ 71.40 |
| 4 | 2021-07-01 | 买入 | 26.24 | 71.40 ~ 71.40 |
| 5 | 2021-08-16 | 买入 | 30.95 | 71.40 ~ 71.40 |
| 6 | 2021-10-28 | 买入 | 24.03 | 71.40 ~ 71.40 |
| 7 | 2022-01-27 | 买入 | 23.21 | 71.40 ~ 71.40 |

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，不作为或被视为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