

## 东方盛虹

000301

审慎增持 (维持)

油价颠簸、涤丝景气回落致盈利环比收窄，  
盛虹炼化、斯尔邦两大项目建设推进保障成长空间

2021年11月01日

## 市场数据

市场数据日期	2021-10-29
收盘价(元)	27.25
总股本(百万股)	4,834.90
流通股本(百万股)	1,731.86
总市值(百万元)	131,751.11
流通市值(百万元)	47,193.08
净资产(百万元)	19,574.89
总资产(百万元)	102,381.77
每股净资产(元/股)	3.80

## 主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22777	26474	90508	109747
同比增长	-8.5%	16.2%	241.9%	21.3%
归母净利润(百万元)	316	1973	7133	8740
同比增长	-80.4%	523.8%	261.5%	22.5%
毛利率	6.0%	15.0%	14.2%	14.3%
净利率	1.4%	7.5%	7.9%	8.0%
净资产收益率(%)	1.8%	10.4%	27.4%	25.3%
每股收益(元)	0.07	0.41	1.48	1.81
每股经营现金流(元)	0.43	1.52	4.47	4.06

## 投资要点

- **事件:** 东方盛虹发布 2021 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 250.77 亿元, 同比增长 60.28%; 实现归母净利润 14.31 亿元, 同比增长 506.65%, 实现扣非归母净利润 13.67 亿元, 同比增长 1655.35%。其中 2021Q3 单季度实现营业收入 93.86 亿元, 同比增长 52.36%, 环比增长 1.73%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 63.94%, 环比下滑 48.12%; 实现扣非归母净利润 1.98 亿元, 同比增长 50.19%, 环比下滑 63.29%。
- **维持“审慎增持”的投资评级。** 2021 年 Q3 内, 国际原油价格呈现波动态势, 或使公司石化产品库存收益同比、环比收窄; 虽 PTA 价差略有增厚, 但涤纶长丝景气回落拖累公司业绩。综合来看, 叠加 2020 年下半年投放产能带来的产销规模扩大, 公司 2021 年 Q3 业绩同比显著提升, 环比则有所回落。东方盛虹是我国领先的差别化纤维制造商, 目前拥有 230 万吨/年涤纶长丝产能, 390 万吨/年 PTA 产能。公司当前有诸多新增产能/项目处于建设/推进当中: 宿迁泗阳第二化纤生产基地 25 万吨/年再生纤维、50 万吨/年功能性纤维产能持续建设; 盛虹炼化 1600 万吨/年的炼化一体化项目常减压装置等已顺利中交, 预计 2021 年底投产, 包含 PX 产能 280 万吨/年, 乙烯产能 110 万吨/年, 该项目建成后, 产销量提升将给公司业绩带来显著增长, 同时推动公司形成炼油-PX-PTA-涤纶长丝的全产业链优势, 助力公司跨越周期性波动; 与同一母公司旗下斯尔邦石化的重组亦仍在进行当中, 后者当前是国内 EVA 与丙烯腈龙头企业, 此次重组若能顺利达成, 既能解决公司上市时同一母公司下不同公司间的同业竞争问题, 同时又能显著扩充上市公司石化产品下游的品类丰富度与生产规模, 扩展产业链版图, 增强各个项目间的协同效应, 提升公司综合盈利能力与抵御风险能力。总体来看, 公司未来产品线在产能、产业链双维度上均有望得到显著提升, 未来可期。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.41、1.48、1.81 元, 维持“审慎增持”的投资评级。

**风险提示:** 聚酯涤纶终端需求不及预期的风险; 中美贸易摩擦进一步恶化的风险; 国际原油价格大幅波动的风险; 炼化项目进度不及预期的风险; 重组进度不及预期的风险。

《【兴证化工】东方盛虹 (000301) 2021 年前三季度业绩预告点评: 涤纶长丝景气回落致盈利环比收窄, 斯尔邦重组及炼化项目持续推进》2021-10-15

《【兴证化工】东方盛虹 (000301) 2021 年半年报点评: 量价齐升带动业绩显著改善, 石化产业链版图有望持续扩张》2021-08-25

《【兴证化工】东方盛虹 (000301) 2021 年半年度业绩预告点评: 产业链景气提升盈利显著改善, 新项目、新资产持续赋能腾飞在即》2021-07-09

分析师

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

## 报告正文

### 事件

东方盛虹发布 2021 年度前三季度业绩预告。2021 年 Q1-Q3 期间, 公司实现归母净利 14-15 亿元, 同比增长 493.61%-536.01%; 2021 年 Q3 期间, 公司实现归母净利 2.53 亿元-3.53 亿元, 同比增长 46.41%-104.01%, 环比减少 53.75%-35.43%。

### 点评

2021 年 Q3 内, 国际原油价格有所波动, 或使得公司石化产品库存收益环比收窄; 虽 PTA 价差略有增厚, 但涤纶长丝景气回落拖累公司业绩。综合来看, 叠加 2020 年下半年投放产能带来的产销规模扩大, 公司 2021 年 Q3 业绩同比显著提升, 环比则有所回落。

- **受益于需求回暖带动的行业景气修复, 2021 年 Q1-Q3 业绩、盈利同比大增。** 2021 年 Q1-Q3 期间, 公司实现营业收入 250.77 亿元, 同比增长 60.28%; 实现归母净利润 14.31 亿元, 同比增长 506.65%, 实现扣非归母净利润 13.67 亿元, 同比增长 1655.35%。

单季度来看, 公司 2021 年 Q3 营收同比环比提升, 归母净利润则同比提升、环比有所回落。公司 Q3 单季度实现营业收入 93.86 亿元, 同比增长 52.36%, 环比增长 1.73%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 63.94%, 环比下滑 48.12%; 实现扣非归母净利润 1.98 亿元, 同比增长 50.19%, 环比下滑 63.29%。

图 1、东方盛虹营收情况

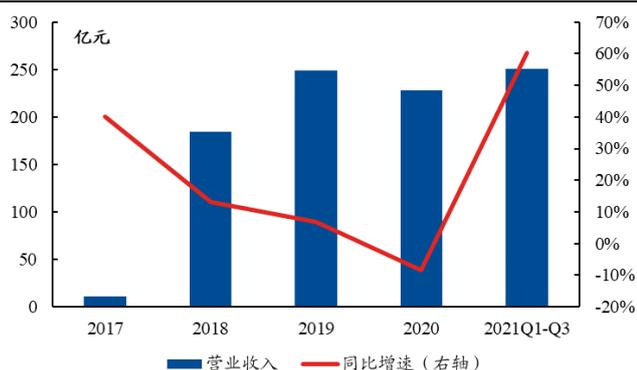
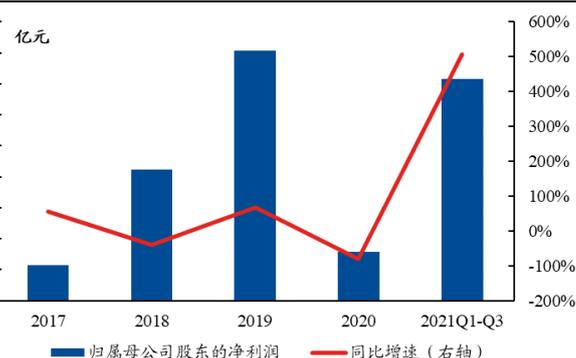


图 2、东方盛虹归母净利情况

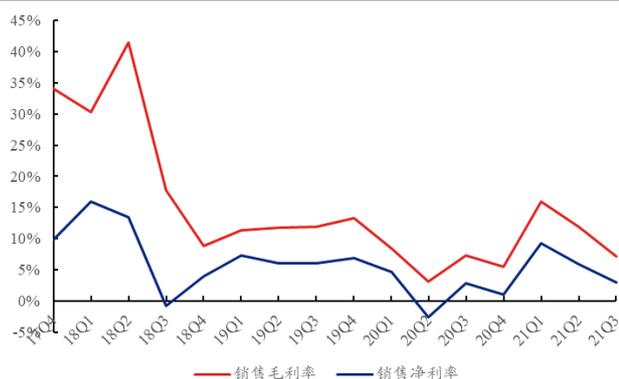


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

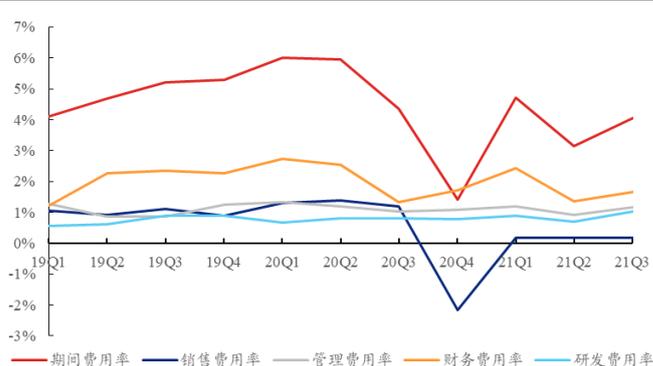
盈利能力上看, 公司 2021 年 Q3 销售毛利率、净利率环比均有所回落。公司 Q3 单季度实现销售毛利率 7.23%, 同比下降 0.03 pcts, 环比下降 4.62 pcts; 实现销售净利率 2.97%, 同比上升 0.13 pcts, 环比下降 2.94 pcts。

图 3、东方盛虹销售净利率、毛利率情况



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、东方盛虹期间费用率情况



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2021 年 Q1-Q3 前三季度期间费用率显著下行。综合来看,公司 2021 年 Q1-Q3 期间费用率 3.89%, 同比下降 1.45 pcts。拆分来看,其中销售费用率 0.18%, 同比下降 1.10 pcts, 销售费用 0.46 亿元, 同比下降 77.36%, 主要系执行新收入准则, 运输费用转入成本核算所致; 管理费用率 1.09%, 同比下降 0.08 pcts, 管理费用 2.72 亿元, 同比增加 49.45%, 主要系亚 UN 工人数增加爱, 薪酬费用增加所致; 财务费用率 1.75%, 同比下降 0.37 pcts, 财务费用 4.38 亿元, 同比增加 32.25%, 主要系利息费用增加所致; 研发费用率 0.87%, 同比上升 0.10 pcts, 研发费用 2.19 亿元, 同比增长 80.73%, 主要系研发投入增加所致。

2021 年 Q3 公司期间费用率同比下降, 环比上升。综合来看,公司 Q3 单季度期间费用率 4.05%, 同比下降 0.31 pcts, 环比上升 0.90 pcts。其中销售费用率 0.18%, 同比下降 1.00 pcts, 环比上升 0.002 pcts; 管理费用率 1.17%, 同比上升 0.14 pcts, 环比上升 0.25 pcts; 财务费用率 1.66%, 同比上升 0.33 pcts, 环比上升 0.32 pcts; 研发费用率 1.03%, 同比上升 0.22 pcts, 环比上升 0.33 cpts。

- 疫情及极端天气先后扰动原油需求及供给, 国际油价呈现波动趋势; 涤纶长丝景气总体有所回落。2021 年 Q3 期间, 受新冠疫情扰动致使需求减弱, 国际原油涨势转跌, 而后九月份受 Ida 飓风所带来的供给收缩影响, 国际原油价格重回上行通道。但相较 2021 年 Q2 油价总体的单边上行趋势, 我们预计公司石化产品所获得的库存收益环比有所收缩。

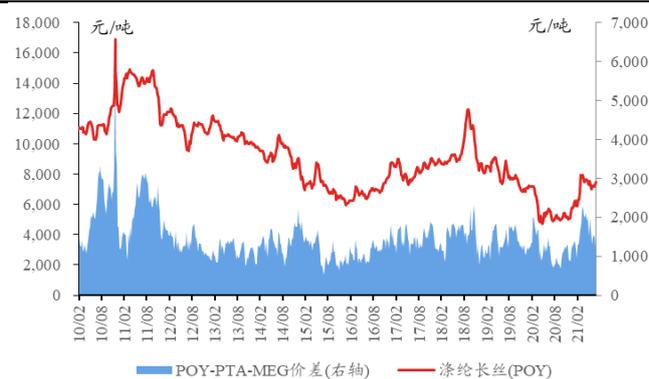
涤纶长丝方面, 各主要产品价差同比均有提升, 而环比均有所收缩。POY、DTY、FDY 与原料价差分别为 1466 元/吨、2871 元/吨、1611 元/吨, 同比分别提升 670 元/吨(+84.3%)、提升 558 元/吨(+24.2%)、提升 316 元/吨(+24.4%), 环比分别收窄 266 元/吨(-15.4%)、收窄 238 元/吨(-7.7%)、收窄 282 元/吨(-14.9%)。

图 5、2021 年 Q3 内国际油价呈波动态势



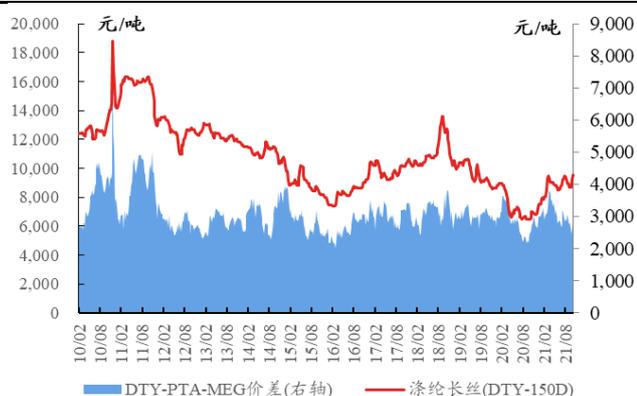
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、涤纶 POY 价格及价差



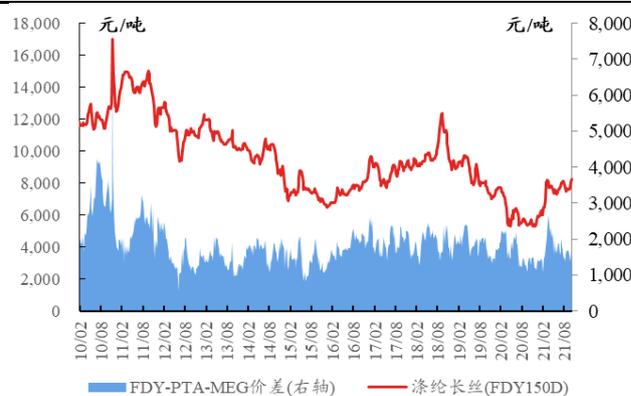
数据来源: 中纤网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、涤纶 DTY 价格及价差



数据来源: 中纤网, 兴业证券经济与金融研究院整理

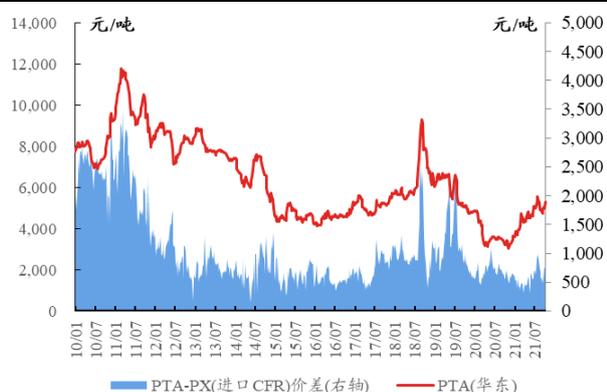
图 8、涤纶 FDY 价格及价差



数据来源: 中纤网, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **PTA 盈利能力同比、环比有所回暖。**2021 年 Q3, PTA (华东) 价格持续上行, 价差同比、环比均有所改善。价格方面, 2021 年 Q3, PTA (华东) 平均价格 5089 元/吨, 环比提升 456 元/吨(+9.8%), 同比提升 1590 元/吨(+45.4%); 价差方面, PTA-PX (进口 CFR) 均价差为 701 元/吨, 环比提升 172 元/吨(+32.6%), 同比提升 11 元/吨(+1.6%)。

图 9、PTA 价格及价差



数据来源: 中纤网、Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **炼化项目稳步推进，全产业链一体化发展助力公司业绩提升。**公司积极实施产业链纵向整合，布局上游炼油、石化产能，形成原油炼化-PX-PTA-聚酯化纤的产业链结构。盛虹炼化一体化项目稳步推进中，已于2021年6月30日完成首批核心装置中交，预计2021年底投产。该项目涵盖1600万吨/年炼油、280万吨/年对二甲苯、110万吨/年乙烯及下游衍生物。届时公司的产业链一体化程度将得到显著提升，综合盈利能力、抵御风险能力将得到显著增强。

**依托炼化平台优势，积极布局产业链，一体化发展有望增强盈利能力。**公司当前规划建设2#乙二醇+苯酚/丙酮项目，包括10/90万吨/年乙二醇装置、40/25万吨/年苯酚/丙酮装置；规划建设PO/SM及多元醇项目，包括50.8万吨/年乙苯装置、20/45万吨/年环氧丙烷/苯乙烯装置、11.25万吨/年聚醚多元醇装置以及2.5万吨/年聚合物多元醇装置。此外，当前盛虹集团以盛虹炼化为主体，依托自身PTA供应的产业链优势，规划布局百万吨级可降解材料项目，把握产业发展机遇。未来公司的炼化平台化、产业链一体化优势有望进一步显现。

- **斯尔邦重组持续进展，石化产业链有望迎来双维提升。**公司2021年5月12日晚间发布公告，拟通过发行股份及支付现金方式，购买盛虹石化、博虹实业、建信投资及中银资产合计持有的斯尔邦100%股权，并向不超过35名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。

**斯尔邦石化在部分石化产品细分领域具有行业领军地位。**其以甲醇为原料，生产丙烯、乙烯及衍生精细化工品。主要产品EVA产能30万吨/年（其中光伏级可达20万吨/年）、丙烯腈产能52万吨/年均处行业龙头地位。当前盛虹集团正以斯尔邦石化为主体，规划百万吨级EVA与丙烯腈项目。其中丙烯腈产能将随正在建设推进中的丙烷产业链项目投产而达到104万吨/年，成为世界规模最大的丙烯腈生产基地。

远期来看，斯尔邦2021年4月同内蒙古自治区鄂尔多斯市人民政府签订绿色新材料循环经济产业园投资协议，在产业链向上延伸、加深一体化布局的同时扩充产品产能规模。项目分两期建设，其中一期投资670亿元，主要建设甲醇及下游醋酸、甲醛、丙烯酸、180万吨/年烯烃及可降解材料、高吸水性树脂等新材料，预计2024年8月全面投产；二期投资600亿元，计划2030年8月完成，主要建设甲醇、MTO及下游新材料装置项目。该项目的规划与建设将有力保障标的公司可观的未来成长空间。

- **斯尔邦注入将在产能、产业链双维度上增强公司实力。**产销规模方面，斯尔邦在丙烯腈、EVA等化工品领域产销规模具有行业龙头地位，注入后将显著扩大公司营收规模，加强规模优势；产业链方面，其注入后公司产品在种类扩充的同时，终端应用场景也将进一步切入到新能源等新兴领域，在提升整体盈利能力的同时，抵御周期波动及风险能力预计也将得到进一步提升。同时，斯尔邦石化坐落于徐圩新区石化产业园内，预计将与同在石化产业园内的盛虹炼化、虹港石化在原材料供给、原料/产品运输、公用工程等方面形成

良好的协同效应，强化产业链集群优势，增强公司石化产业板块综合实力。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**2021年Q3内，国际原油价格呈现波动态势，或使公司石化产品库存收益同比、环比收窄；虽PTA价差略有增厚，但涤纶长丝景气回落拖累公司业绩。综合来看，叠加2020年下半年投放产能带来的产销规模扩大，公司2021年Q3业绩同比显著提升，环比则有所回落。东方盛虹是我国领先的差别化纤维制造商，目前拥有230万吨/年涤纶长丝产能，390万吨/年PTA产能。公司当前有诸多新增产能/项目处于建设/推进当中：宿迁泗阳第二化纤生产基地25万吨/年再生纤维、50万吨/年功能性纤维产能持续建设；盛虹炼化1600万吨/年的炼化一体化项目常减压装置等已顺利中交，预计2021年底投产，包含PX产能280万吨/年，乙烯产能110万吨/年，该项目建成后，产销量提升将给公司业绩带来显著增长，同时推动公司形成炼油-PX-PTA-涤纶长丝的全产业链优势，助力公司跨越周期性波动；与同一母公司旗下斯尔邦石化的重组亦仍在进行当中，后者当前是国内EVA与丙烯腈龙头企业，此次重组若能顺利达成，既能解决公司上市时同一母公司下不同公司间的同业竞争问题，同时又能显著扩充上市公司石化产品下游的品类丰富度与生产规模，扩展产业链版图，增强各个项目间的协同效应，提升公司综合盈利能力与抵御风险能力。总体来看，公司未来产品线在产能、产业链双维度上均有望得到显著提升，未来可期。我们维持公司2021-2023年EPS预测分别为0.41、1.48、1.81元，维持“审慎增持”的投资评级。
- **风险提示：**聚酯涤纶终端需求不及预期的风险；中美贸易摩擦进一步恶化的风险；国际原油价格大幅波动的风险；炼化项目进度不及预期的风险；重组进展不及预期的风险。

## 附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	20314	7023	21764	26173
货币资金	15147	3177	10861	13170
交易性金融资产	521	500	500	500
应收账款	213	248	847	1027
其他应收款	38	53	181	219
存货	2729	2238	7730	9356
<b>非流动资产</b>	42619	57873	96169	93648
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	72	100	100	100
投资性房地产	1188	1188	1188	1188
固定资产	13773	15773	41147	49647
在建工程	13768	30391	42235	30614
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2238	2540	2872	3238
<b>资产总计</b>	62934	64896	117934	119821
<b>流动负债</b>	18341	18067	62107	53266
短期借款	6914	9284	37089	23797
应付票据	4350	3902	14244	16933
应付账款	3489	2249	7769	9403
其他	3588	2631	3004	3132
<b>非流动负债</b>	22045	22826	24021	25409
长期借款	17203	17703	18203	18703
其他	4843	5124	5818	6707
<b>负债合计</b>	40386	40894	86127	78676
股本	7823	7823	7823	7823
资本公积	7269	7269	7269	7269
未分配利润	1906	3198	9538	17100
少数股东权益	5002	4988	5729	6637
<b>股东权益合计</b>	22548	24002	31807	41146
<b>负债及权益合计</b>	62934	64896	117934	119821

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
归母净利润	316	1973	7133	8740
折旧和摊销	1217	1406	2813	4655
资产减值准备	83	-22	68	21
无形资产摊销	45	28	31	34
公允价值变动损失	53	-16	-18	-20
财务费用	444	1240	1975	2469
投资损失	-112	-130	-140	-150
少数股东损益	-4	-15	741	908
营运资金的变动	48	-918	9111	2333
<b>经营活动产生现金流量</b>	2061	7336	21631	19608
<b>投资活动产生现金流量</b>	-16020	-20191	-40205	-1730
<b>融资活动产生现金流量</b>	22387	884	26259	-15569
现金净变动	8395	-11971	7684	2309
现金的期初余额	4426	15147	3177	10861
现金的期末余额	12821	3177	10861	13170

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	22777	26474	90508	109747
营业成本	21421	22491	77685	94032
营业税金及附加	132	145	498	604
销售费用	47	53	181	219
管理费用	259	283	941	1097
财务费用	453	1240	1975	2469
资产减值损失	-83	-20	-20	-20
公允价值变动	-53	16	18	20
投资收益	112	130	140	150
<b>营业利润</b>	424	2294	9254	11343
营业外收入	22	14	14	14
营业外支出	2	4	5	6
<b>利润总额</b>	444	2304	9263	11351
所得税	131	346	1389	1703
净利润	313	1958	7874	9648
少数股东损益	-4	-15	741	908
<b>归属母公司净利润</b>	316	1973	7133	8740
<b>EPS(元)</b>	0.07	0.41	1.48	1.81

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-8.5%	16.2%	241.9%	21.3%
营业利润增长率	-77.6%	440.7%	303.4%	22.6%
净利润增长率	-80.4%	523.8%	261.5%	22.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	6.0%	15.0%	14.2%	14.3%
净利率	1.4%	7.5%	7.9%	8.0%
ROE	1.8%	10.4%	27.4%	25.3%

资产负债率	64.2%	63.0%	73.0%	65.7%
流动比率	1.11	0.39	0.35	0.49
速动比率	0.96	0.26	0.23	0.31

资产周转率	46.5%	41.4%	99.0%	92.3%
应收帐款周转率	9128.5%	10749.3%	15473.9%	10960.7%

每股收益	0.07	0.41	1.48	1.81
每股经营现金	0.43	1.52	4.47	4.06
每股净资产	3.63	3.93	5.39	7.14

PE	416.5	66.8	18.5	15.1
PB	7.5	6.9	5.1	3.8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn