

# 恒力石化(600346.SH)2022年报及2023年一季报点评： 一季度业绩改善明显，看好公司长期成长

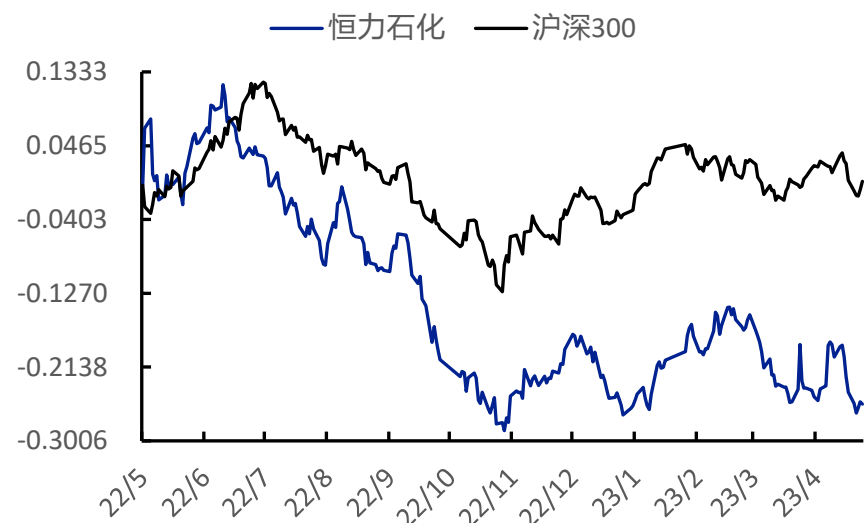
评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)  
S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)  
S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)  
S0350121080058  
tangyj03@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
恒力石化	-8.6%	-6.5%	-17.9%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	222373	254230	300506	363612
增长率(%)	12	14	18	21
归母净利润 (百万元)	2318	8721	12028	15584
增长率(%)	-85	276	38	30
摊薄每股收益 (元)	0.33	1.24	1.71	2.21
ROE(%)	4	14	16	17
P/E	47.06	12.75	9.25	7.14
P/B	2.07	1.81	1.51	1.25
P/S	0.49	0.44	0.37	0.31
EV/EBITDA	13.47	7.81	6.43	5.12

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——恒力石化 (600346) 季报点评: 检修及价差收窄致短期承压, 长期向好趋势不改 (买入) \*炼化及贸易\*李永磊, 董伯骏》——2022-11-03

《恒力石化 (600346) 2022年中报点评: 高油价下显稳健经营能力, 多项目推动公司成长性 (买入) \*炼化及贸易\*董伯骏, 李永磊》——2022-08-16

《——恒力石化 (600346) 一季报点评: Q1业绩显稳健经营能力, 新项目建设进入高峰期 (买入) \*化学纤维\*李永磊, 董伯骏》——2022-05-01

# 一季度业绩改善明显，看好公司长期成长

**事件：**2023年4月27日，恒力石化发布2022年年报，2022年公司实现营业收入2223.73亿元，同比增长12.31%；实现归属于上市公司股东的净利润23.18亿元，同比减少85.07%；加权平均净资产收益率为4.30%，同比下降25.77个百分点。销售毛利率8.21%，同比减少7.18个百分点；销售净利率1.04%，同比减少6.81个百分点。

其中，2022年Q4实现营收519.83亿元，同比+11.77%，环比+1.50%；实现归母净利润-37.68亿元，同比-233.67%，环比-94.30%；ROE为-6.86%，同比减少11.92个百分点，环比减少3.52个百分点。销售毛利率1.74%，同比减少12.47个百分点，环比增加0.62个百分点；销售净利率-7.26%，同比减少13.33个百分点，环比减少3.48个百分点。

同时，公司发布2023年一季报，2023Q1单季度，公司实现营收561.54亿元，同比+5.15%，环比+8.02%；实现归母净利润10.20亿元，同比-75.85%，环比+127.06%；ROE为1.91%，同比下滑5.32个百分点，环比增长8.77个百分点。销售毛利率达9.26%，同比下滑6.20个百分点，环比增长7.52个百分点；销售净利率达1.81%，同比下滑6.09个百分点，环比增长9.07个百分点。

## 点评：

### 高原油价格弱需求背景下，公司2022年业绩承压

2022年，原油等主要原材料价格快速上行且高位宽幅振荡，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，因此带动公司营收提升，2022年公司实现营收2223.73亿元，同比+12.31%。而化工品、功能性薄膜、民用丝、工业丝等与终端消费、基建地产等相关的传统需求处于市场低谷水平，上下游产品价格延迟传导，公司面临历史极端的高运行成本与低行业需求的双重经营挤压，带动盈利下滑，2022年公司实现归母净利润23.18亿元，同比减少85.07%。分业务板块来看，炼化产品实现营收1236.75亿元，同比增长17.86%，毛利率达15.31%，同比减少7.58个百分点；聚酯产品2022年实现营收291.36亿元，同比增长6.82%，毛利率达9.07%，同比减少9.85个百分点；PTA实现营收566.36亿元，同比增长17.59%，毛利率达-6.49%，同比减少8.83个百分点。

期间费用方面，2022年公司销售/管理/财务费用率分别为0.18%/1.38%/1.93%，同比+0.03/-0.14/-0.56pct。2022年，公司经营活动产生的现金流量净额达259.54亿元，同比增长39.01%，主要系应收款项减少，预收货款增加，销售回款较好，同时存货增幅小于上年，采购支出减少。

# 一季度业绩改善明显，看好公司长期成长

## 一季度业绩环比增长，看好公司盈利持续改善

2023年一季度，公司实现归母净利润10.20亿元，同比-32.03亿元，环比+47.88亿元；其中实现毛利润52.00亿元，同比-30.55亿元，环比+42.97亿元。公司毛利润环比大幅提升，一方面受益于公司炼化产品销量提升，2023Q1公司炼化产品销量达590.45万吨，环比+17.91%；另一方面，随着疫情防控全面放开以及“保交楼”等政策的相继推出，居民出行、消费、基建等逐步复苏，进而带动上游油品及化工品价格价差修复。据Wind，2023年一季度汽油价差达1621元/吨，环比+68.01%；PX价差达3220元/吨，环比+12.37%；聚乙烯价差达2620元/吨，环比+16.32%。同时，2023Q1公司公允价值变动净收益2.46亿元，同比+4.19亿元，环比+4.11亿元，或受益于公司金融资产价值提升；同时，2023Q1公司资产减值损失为0，环比2022Q4减少31.29亿元，主要由于去年四季度公司计提了国际原油价格阶段性下行导致的库存损失。期间费用率方面，2023Q1年公司销售/管理/财务费用率分别为0.10%/1.47%/2.17%，同比-0.08/+0.06/-0.31pct，环比-0.12/+0.02/+2.04pct。进入二季度，主要产品价格价差持续修复，据Wind，截至4月25日，2023年二季度PX价差达3783元/吨，环比+17.46%。同时，随着公司45万吨/年可降解材料等新项目效益逐步释放，我们看好公司业绩持续改善。

## 新项目有序推进，公司未来呈高成长

公司依托“大化工”平台持续赋能与新材料开发多年积累，加快下游高端化工新材料产能布局。160万吨/年高性能树脂及新材料项目、30万吨/年己二酸项目、60万吨/年BDO及配套项目预计2023年年中逐步投产。同时，康辉新材料年产80万吨功能性薄膜、功能性塑料项目已于2023年一季度逐步投产，45万吨/年可降解新材料项目于2023年一季度逐步达产，营口4.4亿平锂电隔膜第一条线预计2023年5月投产，南通锂电隔膜项目正有序推进，预计2024年一季度逐步投产。随着公司新产能的逐步落地，看好公司长期成长性。

## 持续加大研发投入，创新驱动增效增益

近年，公司持续加大研发投入，2022年研发投入达11.85亿元，同比+16.21%。在聚酯纤维方面，公司率先在国内实现了熔体直纺5-8D/6f高均匀性超柔软聚酯纤维规模化生产，该纤维是国内总线密度最细的聚酯纤维，打破了技术瓶颈。在新材料方面，康辉新材自主研发的PET复合铜箔用/铝箔用基膜产品已通过下游电池工厂验证，实现批量生产；LCD（液晶显示器）偏光片用离型基膜产品已经实现量产，可稳定生产常规及大宽幅基膜产品；低配向角型偏光片离型基膜取得重大突破，成功实现进口替代，成为首家通过全产业链验证的中国企业。随着公司研发实力不断增强，创新驱动增效增益愈发明显，核心竞争力不断增强。

# 分产品经营数据

图表：主要产品价格价差情况

价差单位 (元/吨)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
汽油	1059	1683	1497	1699	1645	761	1093	965	1621	1624
柴油	604	822	834	1586	938	802	1263	1704	1414	1300
PX	2175	2469	2825	2442	2541	3194	3072	2866	3220	3783
聚乙烯	3962	3821	3150	3652	2524	1258	1158	2252	2620	2405

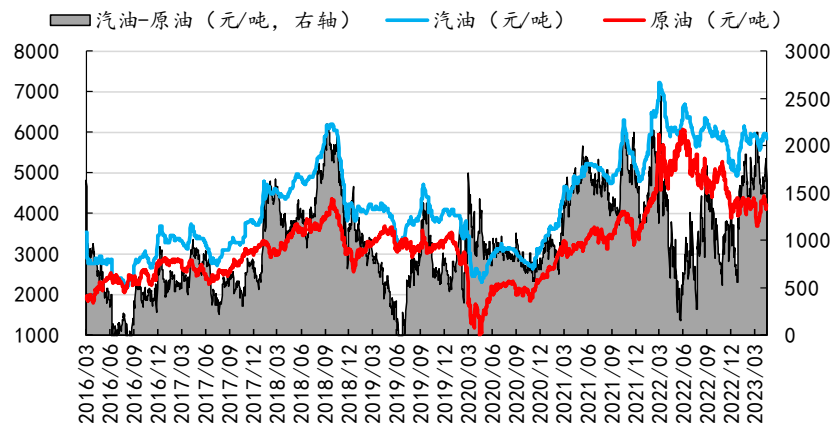
资料来源：wind，国海证券研究所（注：2023Q2数据统计截至2023年4月25日）

图表：恒力石化分产品经营数据

产品/项目		2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2022	2021	2020
炼化产品	销量 (万吨)	590.45	500.78	449.01	619.13	566.93	301.09	476.29	678.76	861.76	2135.85	2317.90	2508.55
	营收 (亿元)	337.42	289.02	261.36	373.50	312.86	189.73	219.87	323.76	315.95	1236.75	1049.32	898.23
	均价 (元/吨, 不含税)	5714.61	5771.45	5820.87	6032.73	5553.74	6301.48	4616.35	4769.93	3666.33	5790.43	4527.02	3580.66
PTA	销量 (万吨)	278.50	272.25	250.25	293.02	245.89	253.73	277.28	293.29	315.49	1061.41	1139.79	919.43
	营收 (亿元)	138.53	138.45	145.34	159.51	123.06	125.94	124.21	120.49	110.99	566.36	481.63	294.48
	均价 (元/吨, 不含税)	4974.06	5085.23	5807.90	5443.70	5004.79	4963.63	4479.62	4108.31	3517.89	5335.92	4225.61	3202.82
新材料	销量 (万吨)	82.96	90.92	85.48	81.65	68.15	85.45	84.49	77.86	65.56	326.20	313.36	271.82
	营收 (亿元)	70.23	75.60	76.02	76.41	63.33	77.58	74.02	68.19	52.97	291.36	272.77	175.20
	均价 (元/吨, 不含税)	8465.58	8315.41	8892.83	9358.71	9291.71	9079.41	8760.81	8757.91	8080.23	8931.94	8704.61	6445.28
营业收入 (亿元)		561.44	519.66	512.02	657.59	533.97	464.82	469.14	513.43	532.31	2223.24	1979.70	1523.73
营业成本 (亿元)		509.45	510.64	506.30	572.42	451.42	398.77	390.34	428.43	457.63	2040.78	1675.18	1241.23
销售毛利率		9.26%	1.74%	1.12%	12.95%	15.46%	14.21%	16.80%	16.56%	14.03%	8.21%	15.38%	18.54%
毛利润 (亿元)		52.00	9.02	5.72	85.17	82.55	66.05	78.80	85.02	74.68	182.46	304.52	282.50
销售净利率		1.81%	-7.26%	-3.78%	5.79%	7.91%	6.07%	8.69%	8.81%	7.74%	1.04%	7.85%	8.86%
净利润 (亿元)		10.17	-37.74	-19.35	38.05	42.22	28.21	40.77	45.23	41.18	23.18	155.38	134.95

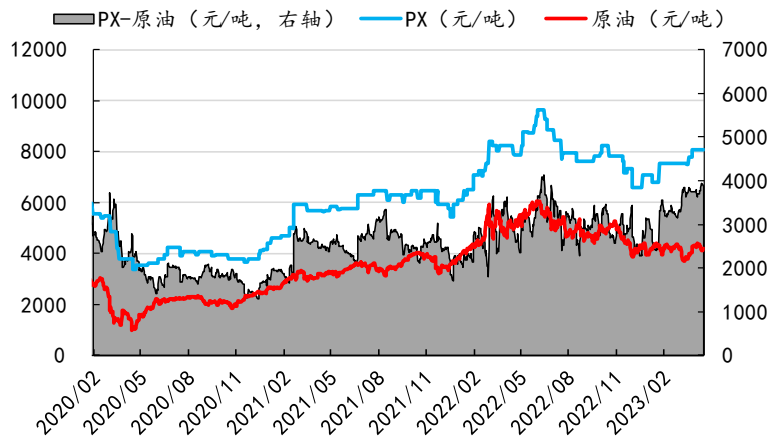
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：汽油价格价差情况



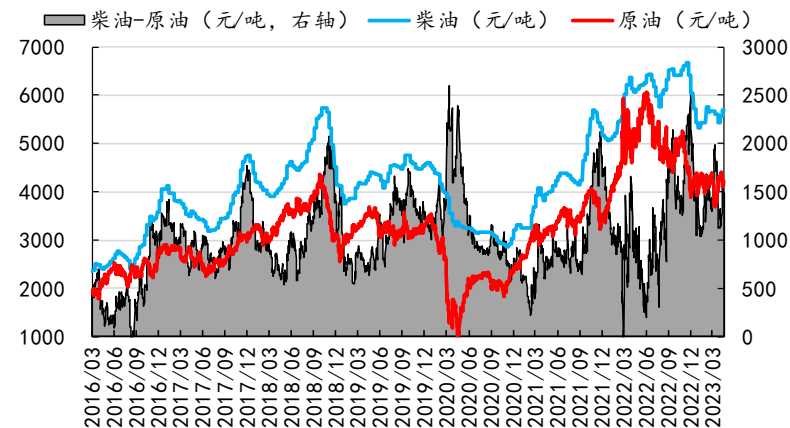
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PX价格价差情况



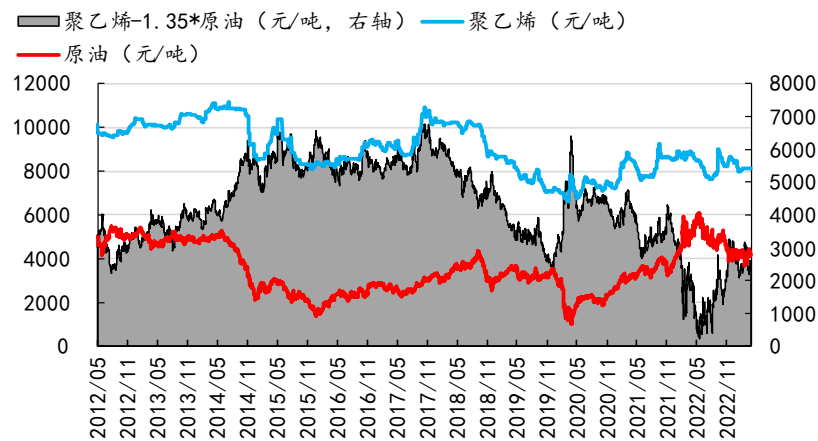
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：柴油价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：聚乙烯价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级：综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对业绩进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为87.21、120.28、155.84亿元，对应PE分别13、9、7倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

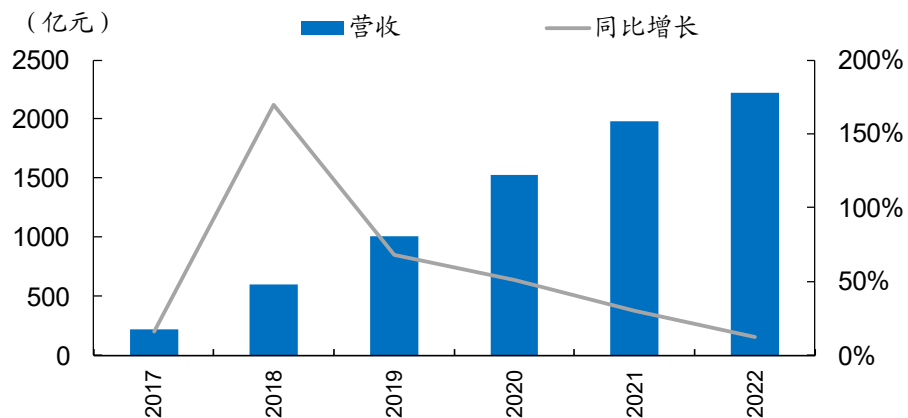
图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	222,372.59	254,229.56	300,505.66	363,611.84
增长率(%)	12.31	14.33	18.20	21.00
归母净利润（百万元）	2,318.30	8,720.68	12,027.74	15,583.69
增长率(%)	-85.07	276.17	37.92	29.56
摊薄每股收益（元）	0.33	1.24	1.71	2.21
ROE(%)	4.39	14.16	16.34	17.47
P/E	47.06	12.75	9.25	7.14
P/B	2.07	1.81	1.51	1.25
P/S	0.49	0.44	0.37	0.31
EV/EBITDA	13.47	7.81	6.43	5.12

资料来源：wind，国海证券研究所

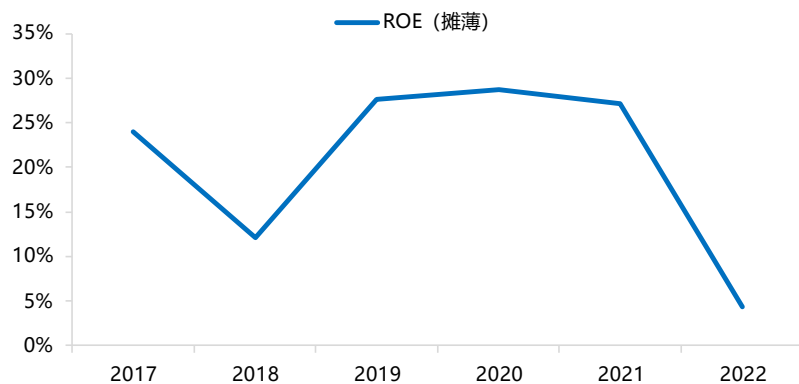
# 2022年营收同比上升12.31%

图表：2022年营收同比上升12.31%



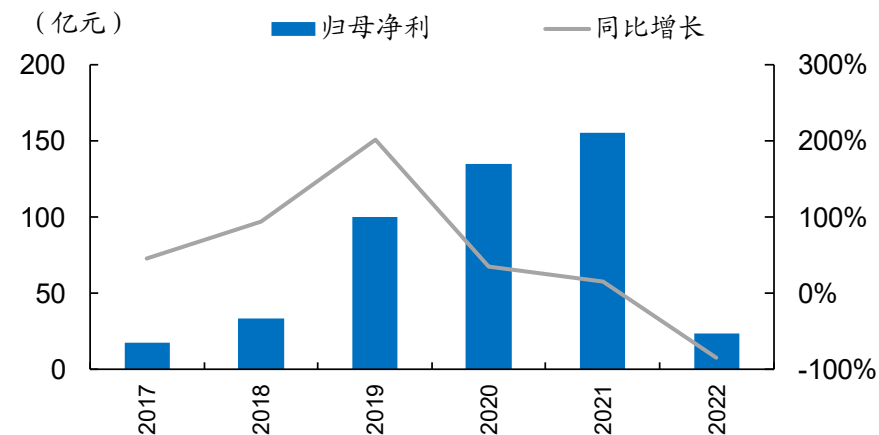
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年净资产收益率下滑



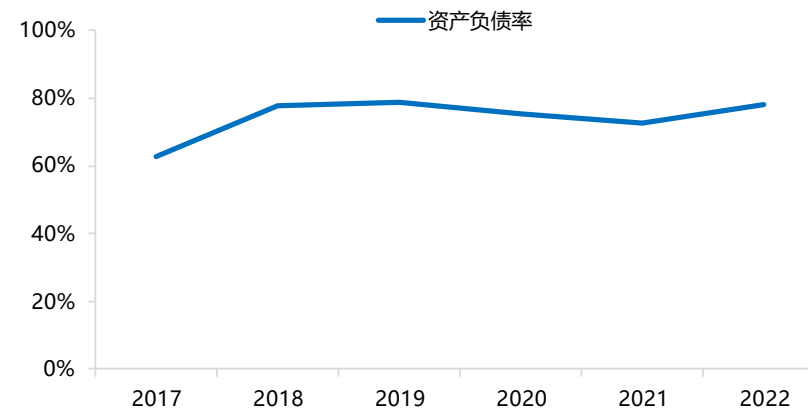
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比下滑85.07%



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年资产负债率上升

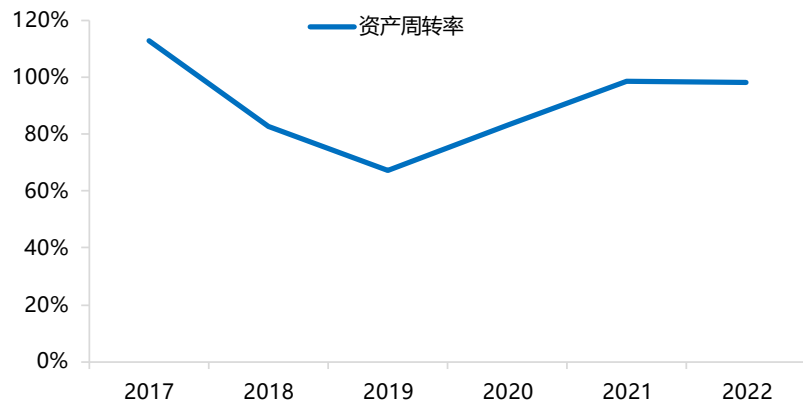


资料来源：wind，国海证券研究所



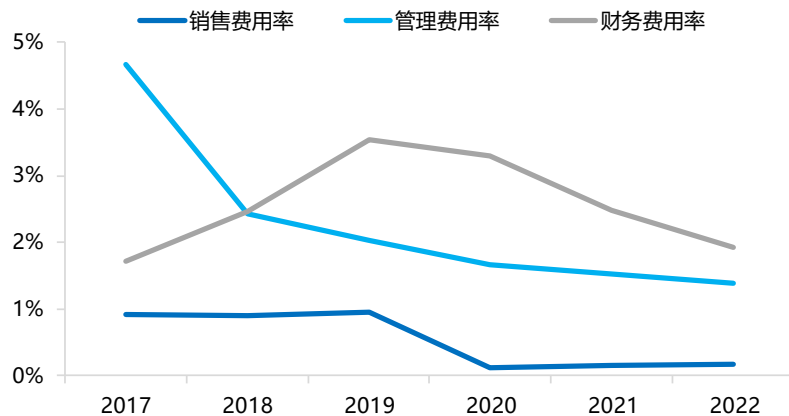
# 2022年期间费用率下滑

图表：2022年资产周转率为98.45%



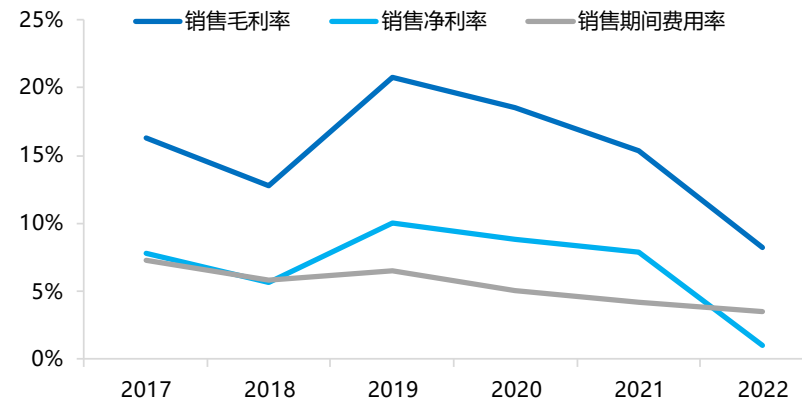
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年期间费用率下滑



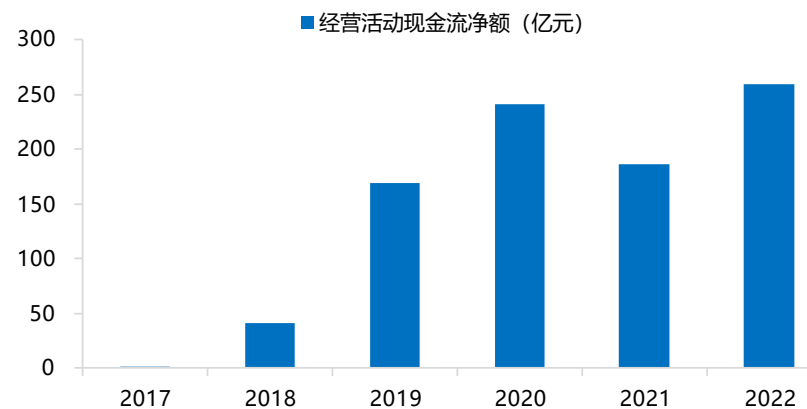
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率为8.21%



资料来源：wind，国海证券研究所

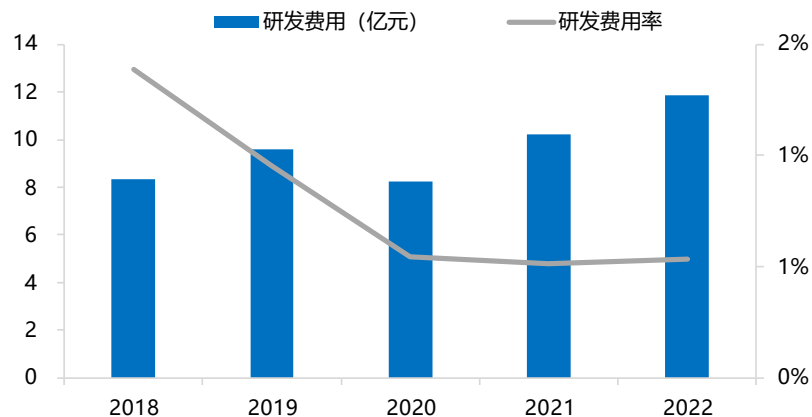
图表：2022年经营活动现金流净额259.54亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

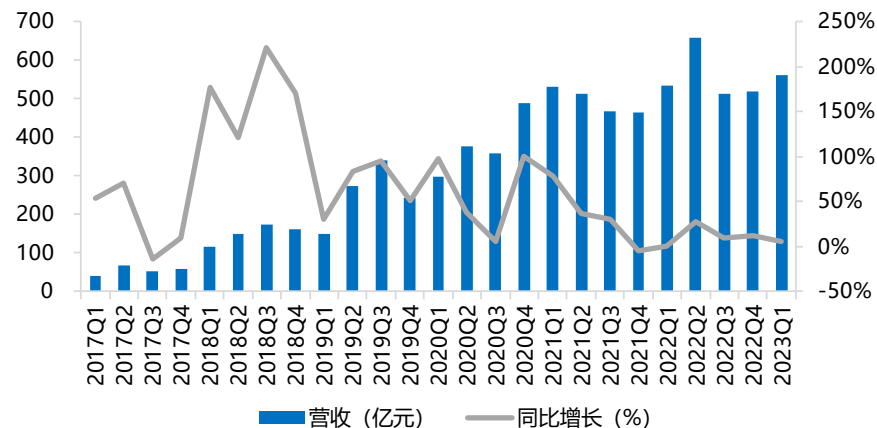
# 2023Q1营收环比增长8.02%

图表：2022年研发费用达11.85亿元



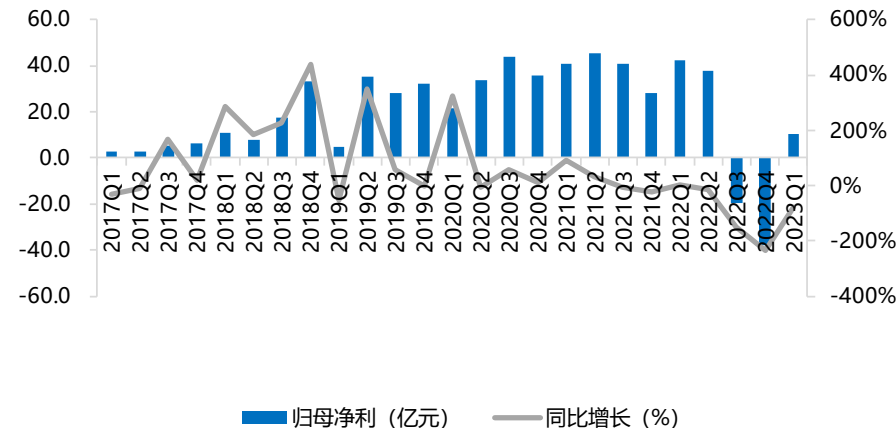
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1营收环比增长8.02%



资料来源：wind，国海证券研究所

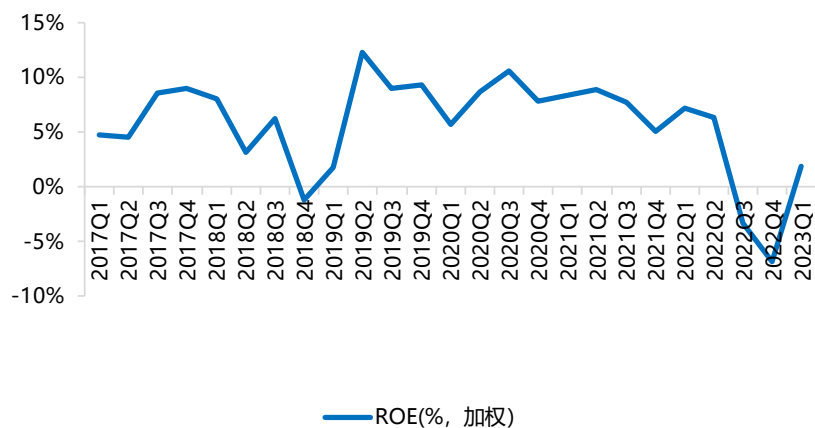
图表：2023Q1归母净利润环比上升127.06%



资料来源：wind，国海证券研究所

# 2023Q1净利率环比改善

图表：季度净资产收益率



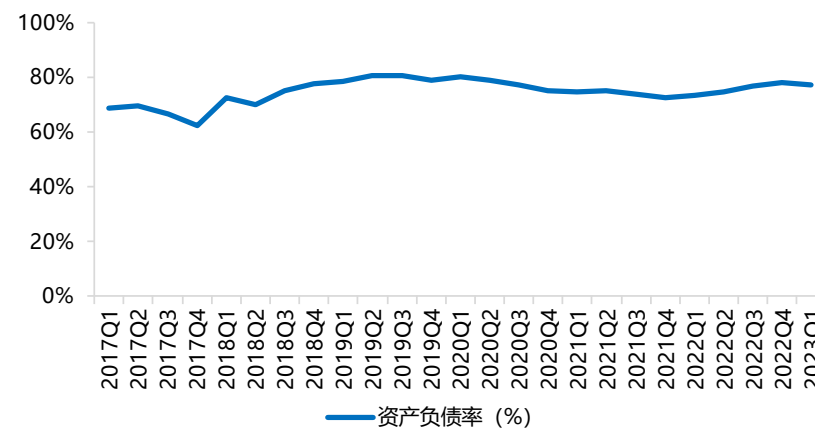
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



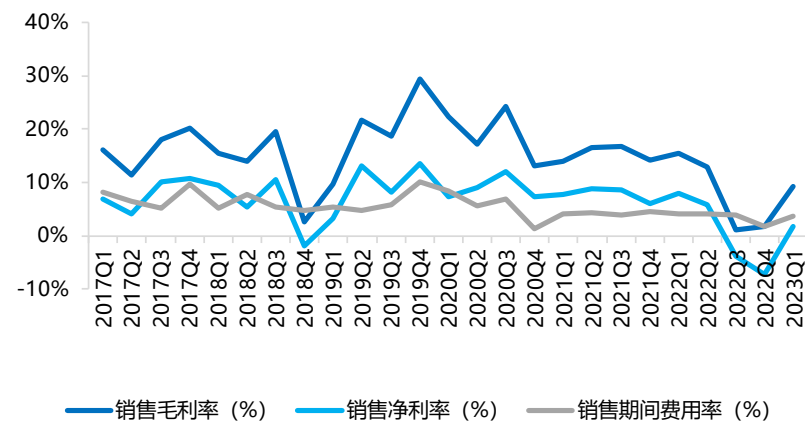
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

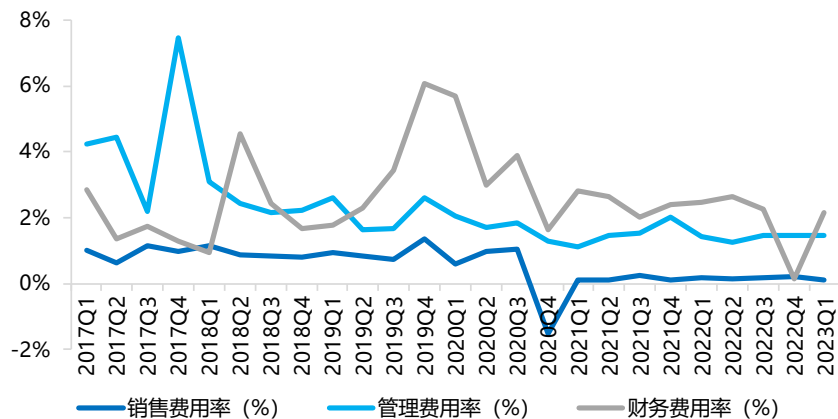
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

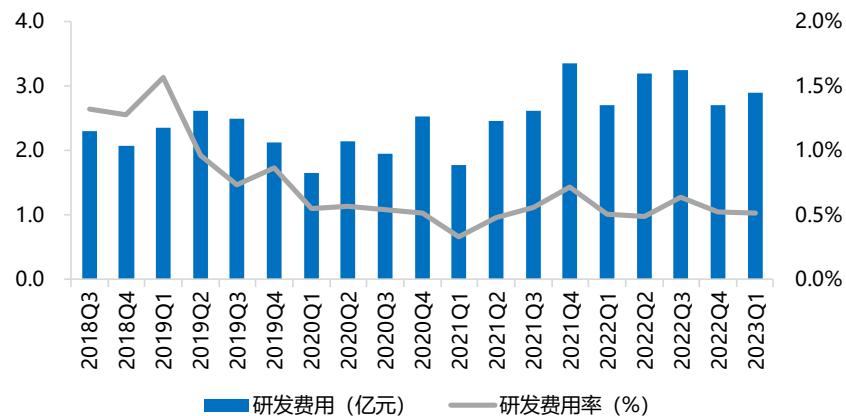
# 2023Q1经营活动现金流净额同环比增长

图表：季度期间费用率



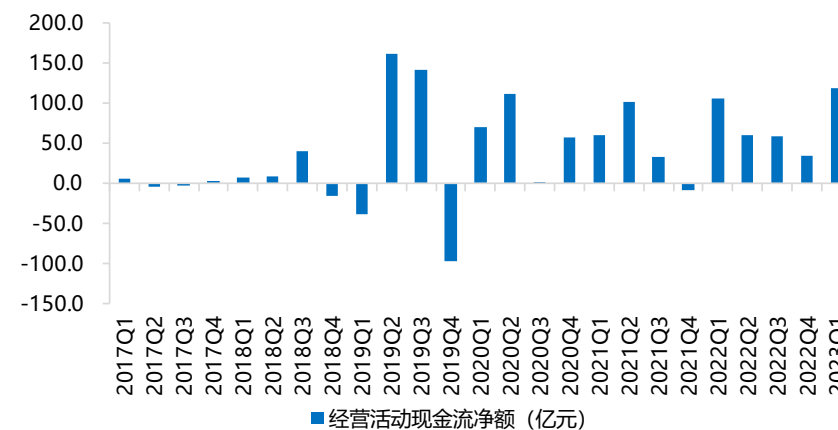
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1研发费用同环比提升



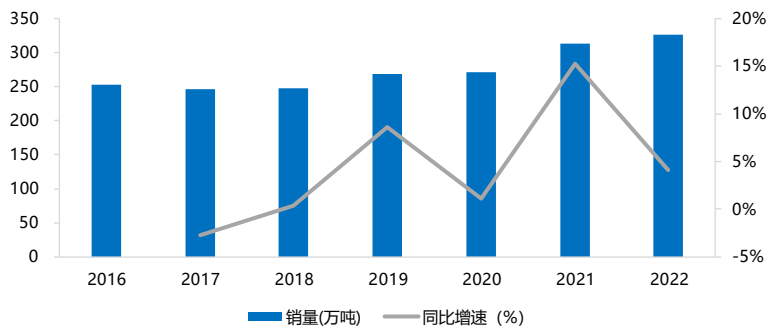
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1经营活动现金流净额119.22亿元



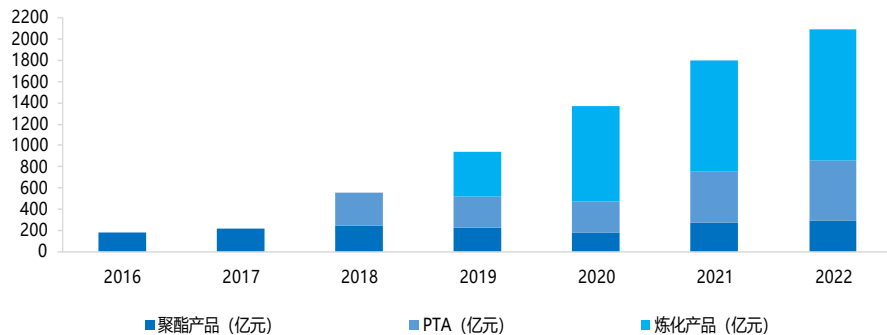
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年聚酯板块产品销量同比上行



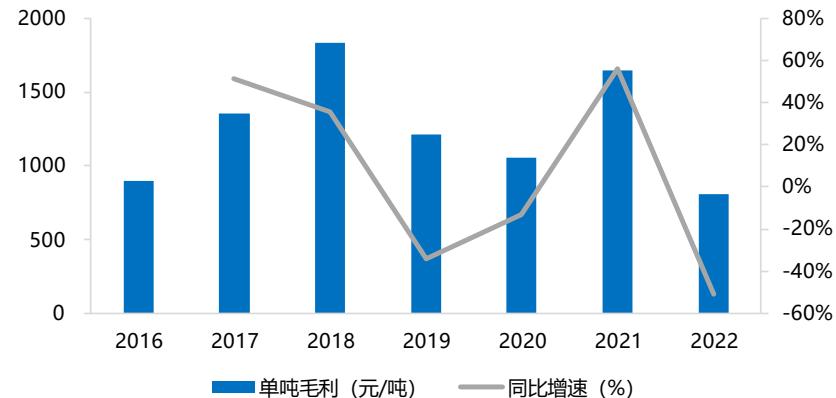
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



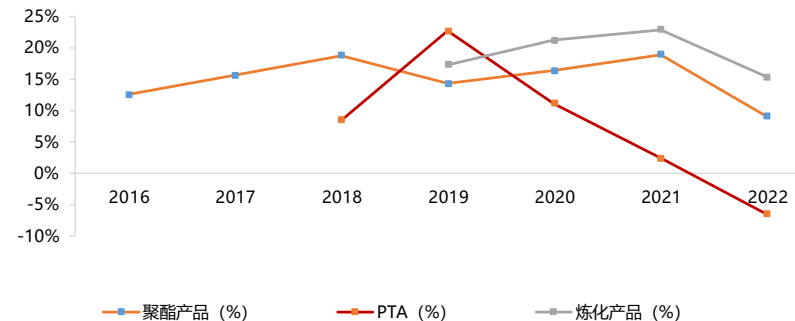
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年聚酯板块产品单吨毛利下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



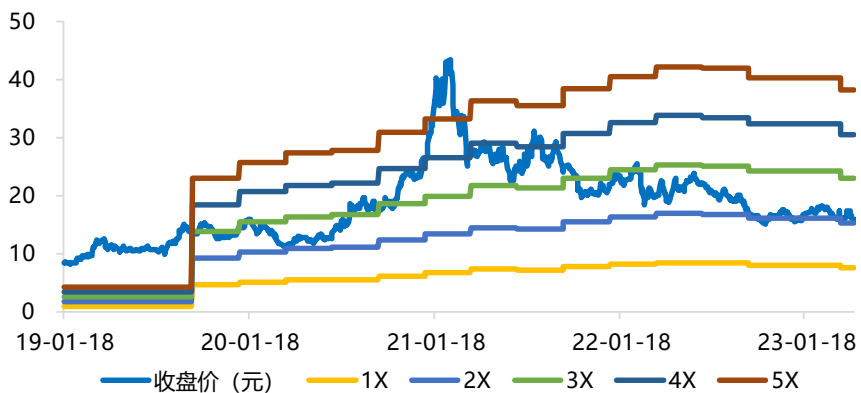
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：收盘价及PE (TTM)



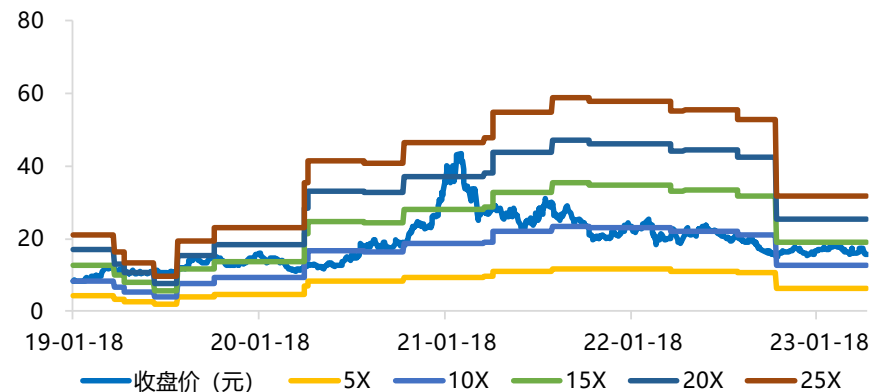
资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

### 图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

# 恒力石化盈利预测表

证券代码： 600346

股价： 15.80

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230428

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	28681	41180	57647	80334	<b>营业收入</b>	<b>222373</b>	<b>254230</b>	<b>300506</b>	<b>363612</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	372	2457	2556	2459	营业成本	204078	227888	268840	325296	EPS	0.33	1.24	1.71	2.21
存货净额	37836	25467	34275	38013	营业税金及附加	6631	7627	7513	9090	BVPS	7.51	8.75	10.46	12.67
其他流动资产	9455	12836	13643	14819	销售费用	393	381	601	727	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>76344</b>	<b>81939</b>	<b>108121</b>	<b>135624</b>	管理费用	1889	2542	3005	3636	P/E	47.1	12.8	9.2	7.1
固定资产	118719	134978	147787	154553	财务费用	4287	4351	4318	4135	P/B	2.1	1.8	1.5	1.2
在建工程	27287	19801	14561	15210	其他费用/(-收入)	1185	1271	1653	2182	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3
无形资产及其他	18521	21606	23312	25431	<b>营业利润</b>	<b>2325</b>	<b>11440</b>	<b>15778</b>	<b>20443</b>	<b>财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期股权投资	559	746	994	1326	营业外净收支	85	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>241430</b>	<b>259070</b>	<b>294775</b>	<b>332144</b>	<b>利润总额</b>	<b>2410</b>	<b>11440</b>	<b>15778</b>	<b>20443</b>	ROE	4%	14%	16%	17%
短期借款	69317	79036	88754	99809	所得税费用	92	2631	3629	4702	毛利率	8%	10%	11%	11%
应付款项	29473	27499	38697	44978	<b>净利润</b>	<b>2318</b>	<b>8809</b>	<b>12149</b>	<b>15741</b>	期间费率	3%	3%	3%	2%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	88	121	157	销售净利率	1%	3%	4%	4%
其他流动负债	27063	26149	28789	33081	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2318</b>	<b>8721</b>	<b>12028</b>	<b>15584</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>125853</b>	<b>132684</b>	<b>156240</b>	<b>177867</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	收入增长率	12%	14%	18%	21%
长期借款及应付债券	58347	60347	60347	60347	<b>经营活动现金流</b>	<b>25954</b>	<b>30308</b>	<b>34783</b>	<b>42024</b>	利润增长率	-85%	276%	38%	30%
其他长期负债	4310	4310	4310	4310	净利润	2318	8721	12028	15584	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>62657</b>	<b>64657</b>	<b>64657</b>	<b>64657</b>	少数股东权益	0	88	121	157	总资产周转率	0.92	0.98	1.02	1.09
<b>负债合计</b>	<b>188510</b>	<b>197341</b>	<b>220897</b>	<b>242524</b>	折旧摊销	9543	12799	13877	15224	应收账款周转率	597.06	103.67	117.56	148.11
股本	7039	7039	7039	7039	公允价值变动	46	0	0	0	存货周转率	5.88	9.98	8.77	9.57
股东权益	52920	61729	73878	89619	营运资金变动	7148	4016	4123	5756	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>241430</b>	<b>259070</b>	<b>294775</b>	<b>332144</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-26297</b>	<b>-24335</b>	<b>-22500</b>	<b>-24545</b>	资产负债率	78%	76%	75%	73%
					资本支出	-25708	-24569	-23049	-24681	流动比	0.61	0.62	0.69	0.76
					长期投资	378	-274	-352	-410	速动比	0.25	0.37	0.42	0.50
					其他	-968	508	902	545					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>10405</b>	<b>6526</b>	<b>4184</b>	<b>5208</b>					
					债务融资	23267	11719	9719	11055					
					权益融资	6	0	0	0					
					其它	-12868	-5193	-5535	-5846					
					<b>现金净增加额</b>	<b>10734</b>	<b>12499</b>	<b>16467</b>	<b>22687</b>					

## 化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，化工行业研究助理。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

## 分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。



## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597